



德邦证券
Topsperity Securities

2022年12月28日
证券研究报告 | 年度策略

迎接医药牛市，消费、科技和制造或将依次崛起！



证券分析师

姓名：陈铁林
资格编号：S0120521080001
邮箱：chentl@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：张俊
资格编号：S0120522080001
邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：陈进
资格编号：S0120521110001
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：刘闯
资格编号：S0120522100005
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

姓名：王艳
邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

研究助理

姓名：李霁阳
邮箱：lijy7@tebon.com.cn

低估值+低配置是医药牛市起点，疫后复苏+进口替代将驱动23年医药戴维斯双击！

医药板块2019年1月至2021年6月底持续2年半大牛市（+150%），在新冠和医保政策扰动下，投资赛道化，风格极致分化，从2021年7月至2022年9月底，医药指数深度调整-40%，估值（TTM估值近20年新低）和配置（近5年大底）创历史大底。**我们判断2023年医药有望戴维斯双击，将迎结构化牛市，有业绩和政策两大支持：业绩上-疫情防控正加速放开，国内就诊和消费复苏明确，2023年医药业绩向好；估值上-医保政策释放积极信号，政策关注点正从医保控费逐步转向国家对医疗的投入力度加大；我们认为医药行情持续性强，医药消费、科技和制造将依次崛起，重点方向如下：**

- 消费-疫后复苏为2023年关键词，从产品到服务或将超预期：**
 - 1) 医疗服务和医美：疫情期间压制的门诊/住院/医美活动，预计2023Q2开始复苏；
 - 2) 零售药店：四类药恢复销售+摘口罩后用药需求增加，预计2022Q4-2023Q2业绩表现靓丽；
 - 3) 中药：备药高峰后OTC类补库存业绩或超预期，叠加行业层面或有国企改革+新版基药目录+100个疗效独特的中药品种目录催化；
 - 4) 与诊疗复苏相关检测、药品及耗材：疫情期间压制的检查和可择期手术等活动复苏，预计IVD、手术感控、微创手术、麻醉镇痛、儿童及呼吸系统等相关药、普通耗材和高值耗材等都将快速增长；
 - 5) 生物制品：疫情后新生儿有望反弹，看好小孩苗复苏，以及消费属性强的成人苗放量，同时血制品供需压制有望解除，行业有望重回两位数增速；
- 科技-宏观流动性改善+一级投融资复苏驱动创新药及其产业链复苏：**
 - 1) 创新药：受宏观流动性影响，相关标的已深度调整，2023年大概率改善，同时新一轮国家医保谈判即将启动，国内大品种或将进入放量期；
 - 2) 科研服务及创新药产业链：海内外二级市场回暖有望带动一级投融资复苏，进而驱动CXO和科研服务订单预期回升，扭转行业景气度预期。
- 制造-医保DRG/DIP三年行动计划/医疗新基建/医药十四五规划的底层要求均为自主可控，进口替代加速：**
 - 1) 高壁垒医疗设备：以联影、迈瑞和开立的国产设备崛起，高壁垒的大型影像设备和内窥镜等，在医疗新基建下进口替代有望加速；
 - 2) 高壁垒高值耗材：器械集采规则合理化，清晰化，以电生理、骨科等为代表的高值耗材替代有望加速；
 - 3) 生命科学上游：疫情让国内企业高度重视产业链供应链稳定可控，随着相关公司上市和产品水平提升，设备和耗材正加速进口替代；
- 风险提示：**医保或集采降价风险、销售不及预期风险、行业政策风险

目录 CONTENTS

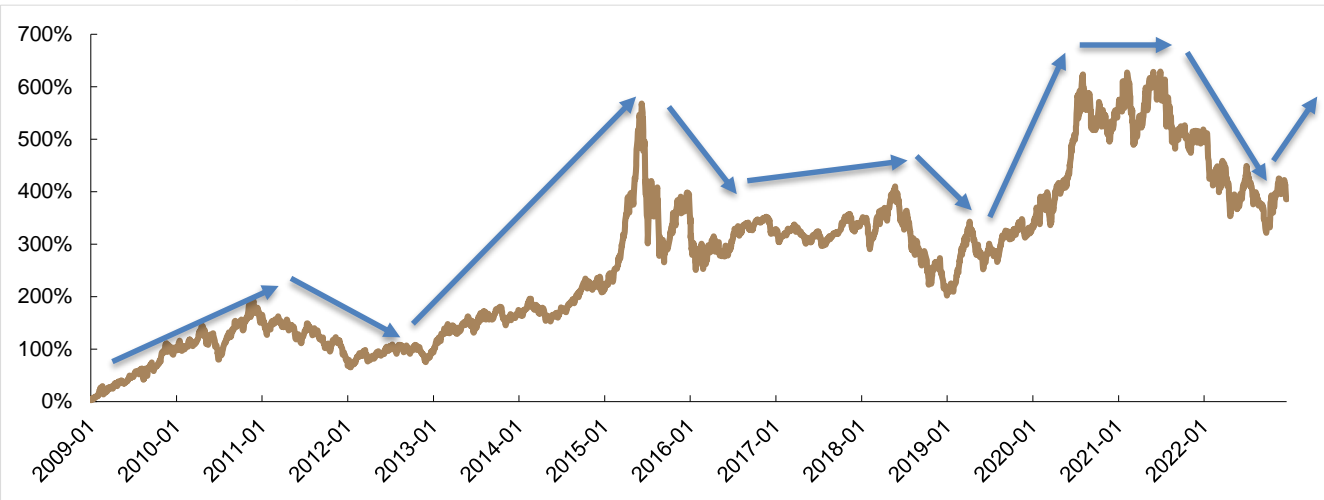
- 01 2022年医药行业回顾
- 02 政策：从医保到医疗
- 03 疫情：三年医药行业的变化
- 04 2023年医药投资策略
- 05 重点投资标的
- 06 风险提示

01

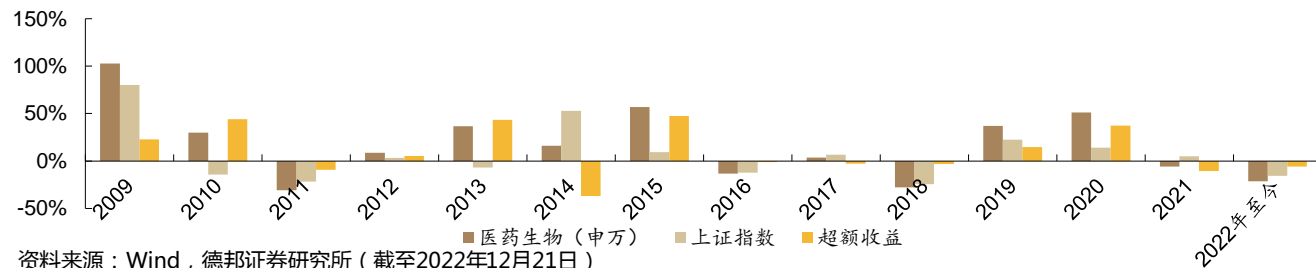
2022年医药行业回顾

医药指数近10年板块行情复盘

图：2009至今申万医药指数行情走势



图：2009至今历年申万医药指数相对上证指数超额收益率



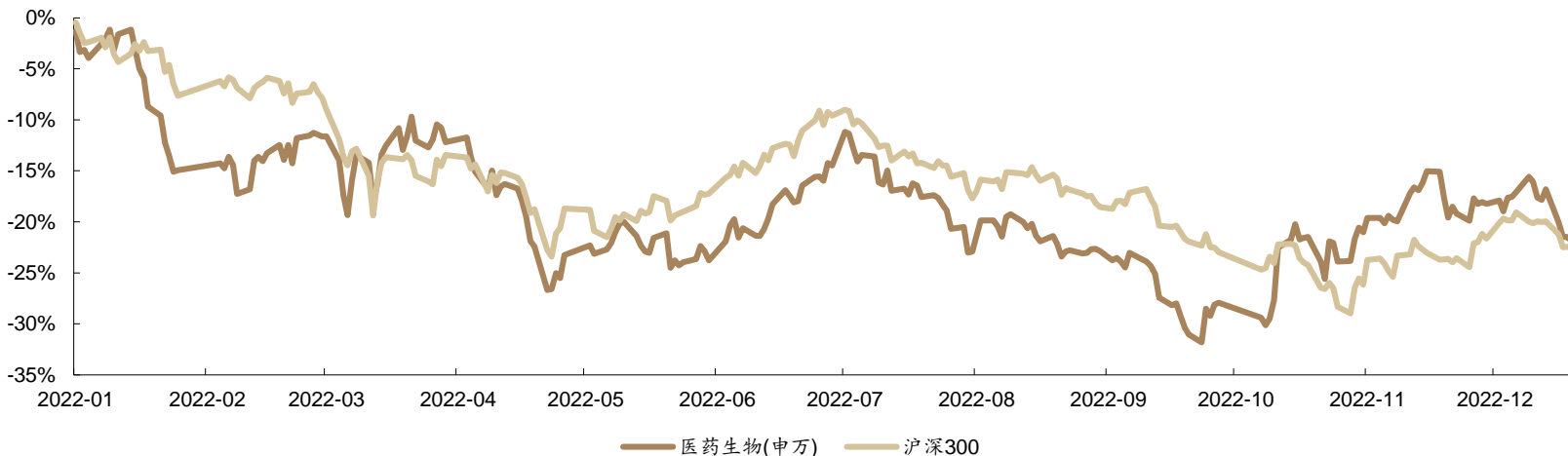
资料来源：Wind，德邦证券研究所（截至2022年12月21日）

- 09-10年：医保护容红利，医药行业高景气
- 11年：双信封、限抗令，粗暴医保控费开始
- 12-14年：保持GDP两倍左右行业增速，有行业比较优势；同时医疗服务、精准医疗等新兴细分领域逐步出现
- 15年：熊市，防守属性显现
- 16-18年上半年：16年熔断后爬坑、17年两办鼓励创新，创新药和核心龙头资产风格，18年两票制实施医药业绩前高后低
- 18年下半年：国家集采、疫苗事件、贸易冲突
- 19-20年中：鼓励创新、科创板、港股18A，CXO和医疗服繁荣
- 20年中-21年中：药品、耗材集采常态化，医保谈判新药放量、CXO和医疗服务风格极致化；疫情相关主题
- 21年中至今：疫情相关主题，深化医保支付改革，各种集采预期（耗材、IVD、种植牙、生长激素和血制品等）创新药内卷化，投资回报率下降；22年初国内疫情及俄乌冲突影响，Q3进一步受挫，Q4出现反弹趋势
- 09-15年：中小票行情，16-20年大票行情

回顾2022年：指数一路下行，22M9见底

- 全年行情回顾：2022年初至今，申万医药指数下跌21.8%，跑赢沪深300指数0.5个百分点，2月医药相对表现最差的时候，申万医药指数最多跑输过沪深300超过10个百分点，5-6月反弹后Q3再次下跌，9月下旬跌至全年最低点，10月以来板块显著回暖，医药牛市起点或已出现。

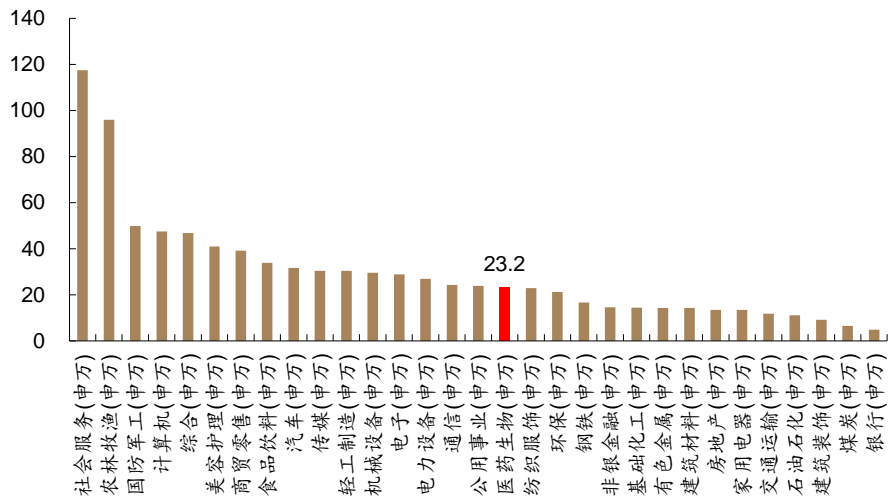
图：2022年初至今医药生物指数行情走势



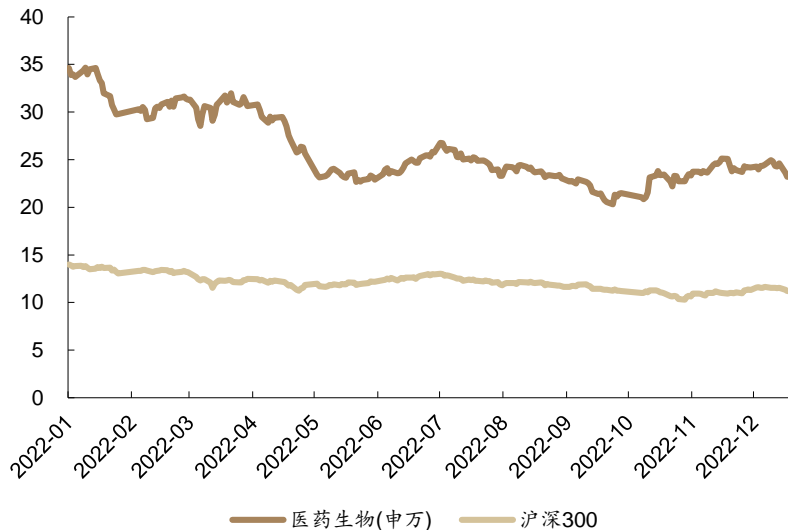
回顾2022年：估值一路下行，处于历史低位

- 低估值：截至2022年12月21日，申万医药整体估值为23.2x，较2022年初的34.6x下跌了超过30%，9月估值达最低点时为20.3倍，医药板块当前仍然处于历史估值低位，估值修复与提升空间巨大。

图：申万行业分类市盈率对比（2022年12月21日）



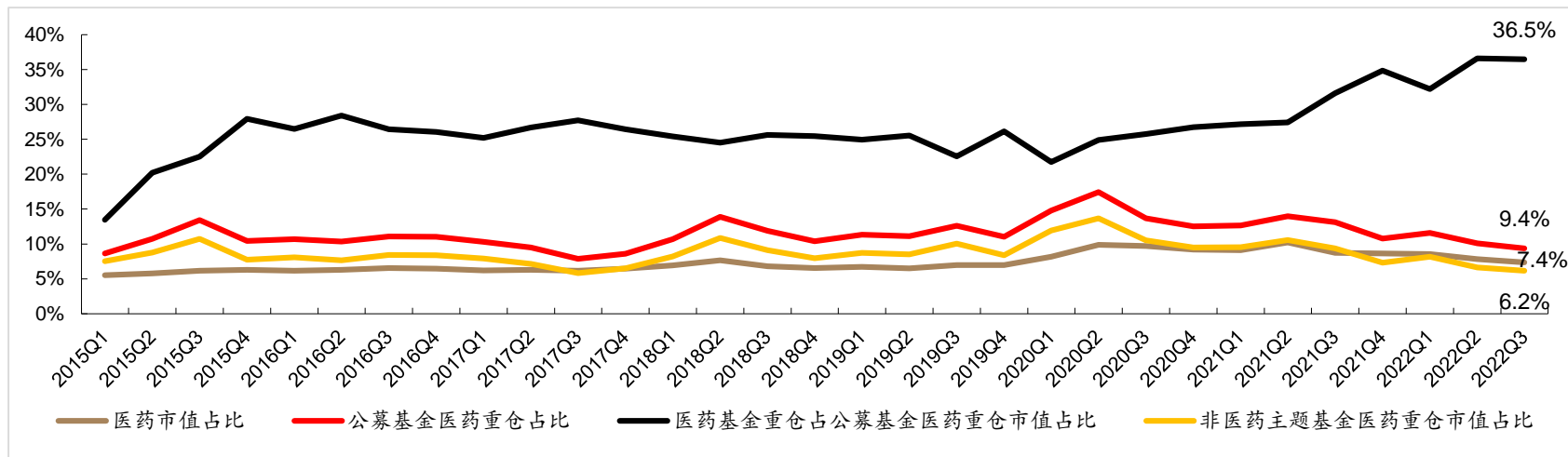
图：2022年初至今医药生物板块市盈率



回顾2022年：Q3公募基金持仓创近5年最低

- 低配置：2022Q3公募基金医药持仓降至近5年最低点。2022Q3，A股医药总市值6.2万亿，占A股总市值的比例为7.4%，公募基金医药重仓市值2901.4亿，占比9.4%，非医药基金医药重仓占比仅6.2%，医药仍处低配状态。

图：2015-2022Q3公募基金医药重仓情况



22年初至今下跌原因及变化

□ 政策及情绪面：

-之前：万物皆可集采！认为医药公共事业化。

从化药-生物药-耗材-体外诊断等，后续生长激素、口腔种植、正畸材料、OK镜等悲观预期

-变化：已执行4年，方向不变但规则更科学合理且边际缓和，叠加**政策鼓励**-医疗新基建（设备）！

6月29日：医保发布谈判续约规则：增加简易续约规则趋于更加合理完善且规则明确可预期；

7月13日：北京市医保局明确创新药、创新医疗器械、创新医疗服务项目豁免DRGs；

9月3日：医保局公开答复中表示，创新医疗器械不纳入集采；

9月8日：口腔种植医疗服务调整出台，价格好于市场预期；

9月27日：**上千亿贴息贷款政策发酵**、和脊柱集采落地；

10月13日：IVD生化集采和电生理集采规则好于预期；

□ 业绩及估值面：

-之前：20年受疫情影响拔估值，21年新冠影响业绩同时杀估值

20年-21年中医药受疫情影响，21年至今新冠扰动，大多数细分领域受影响，新冠相关标的担心未来同比业绩增长放缓或下滑；

-变化：估值已创20年大底，疫情防控工具包的完善，二十条的出台标志着防控政策正在积极变化

医药已深度调整超1年半，估值创20年大底；疫情压制了很多诊疗活动，近期疫情防控20条和新十条优化政策的出台，表明了放开节奏加快，社会生活回归正常后必将带来需求端复苏！投资医药是时间的朋友！共迎春暖花开时~

□ 配置及资金面：

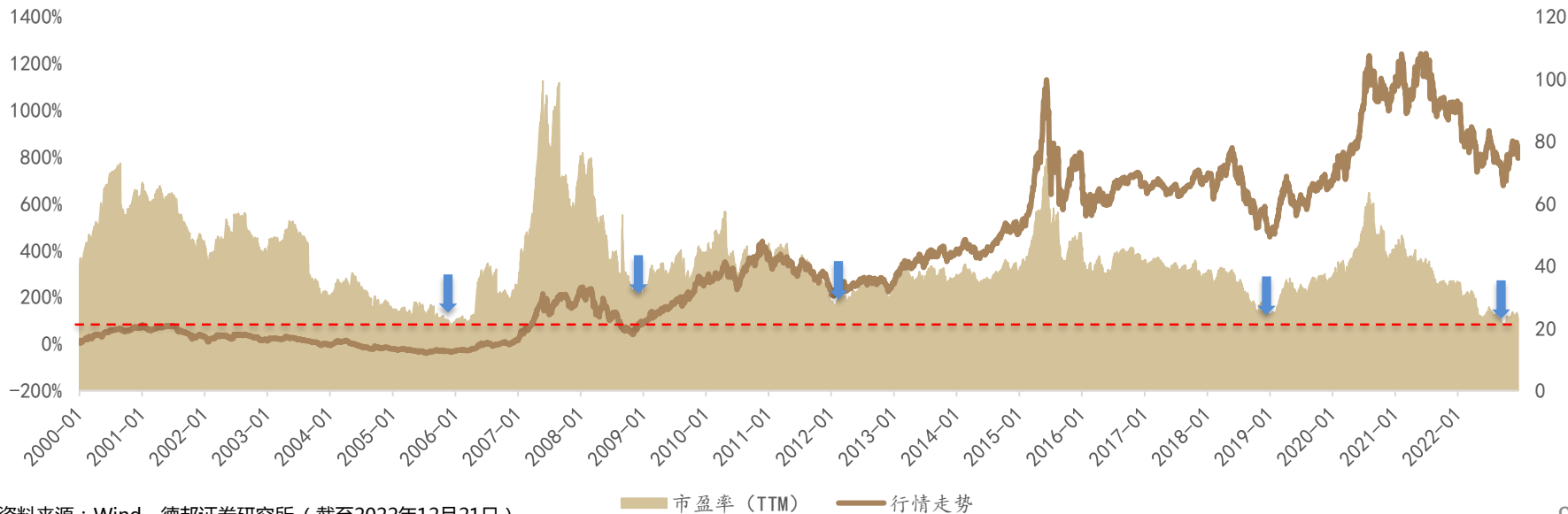
-之前：19年-20年中赛道化，集中到CXO和医疗服务，2020H1全基对医药配置近15%；

-变化：请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明2022H1全基对医药配置6.6%左右，22M9为6.2%，创15年最低；

当前或为新一轮医药牛市起点！

- 医药估值创近20年新低，9月26日医药TTM估值20.3倍，低于2006年最低的21倍。
- 医药四次估值触底后，均迎来了2-3年的强势期。

图：2000年以来医药生物指数估值及行情走势



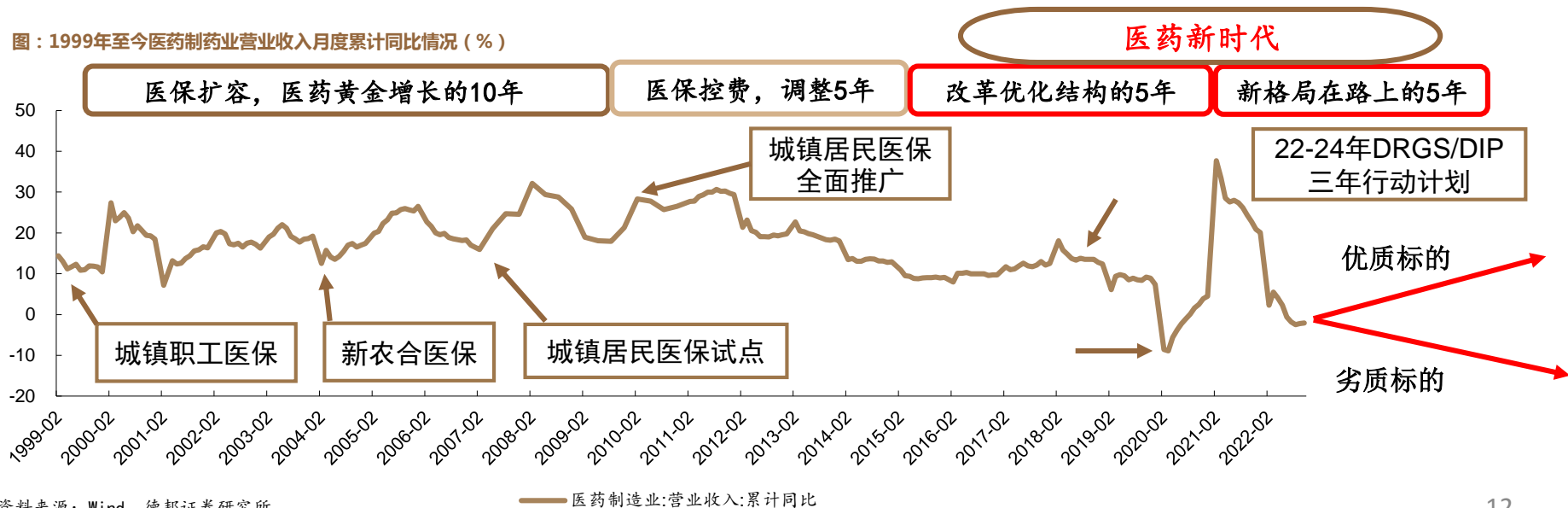
02

政策：从医保到医疗

医药+医保：国内（药品和耗材）发展步入新周期

- 1999-2011年：医保扩容带来行业高速增长；
- 2011-2015年：粗暴医保控费（双信封、安徽模式等）下，行业增速逐年下降；
- 2015-2020年：改革优化结构下，从仿制到创新，劣质标的退出，龙头企业突出；
- 2020-2025年：疫情扰动，格局进一步分化的新周期；

图：1999年至今医药制造业营业收入月度累计同比情况（%）



医疗：体制改革（公立医院+基层医疗）

改革背景及目的：

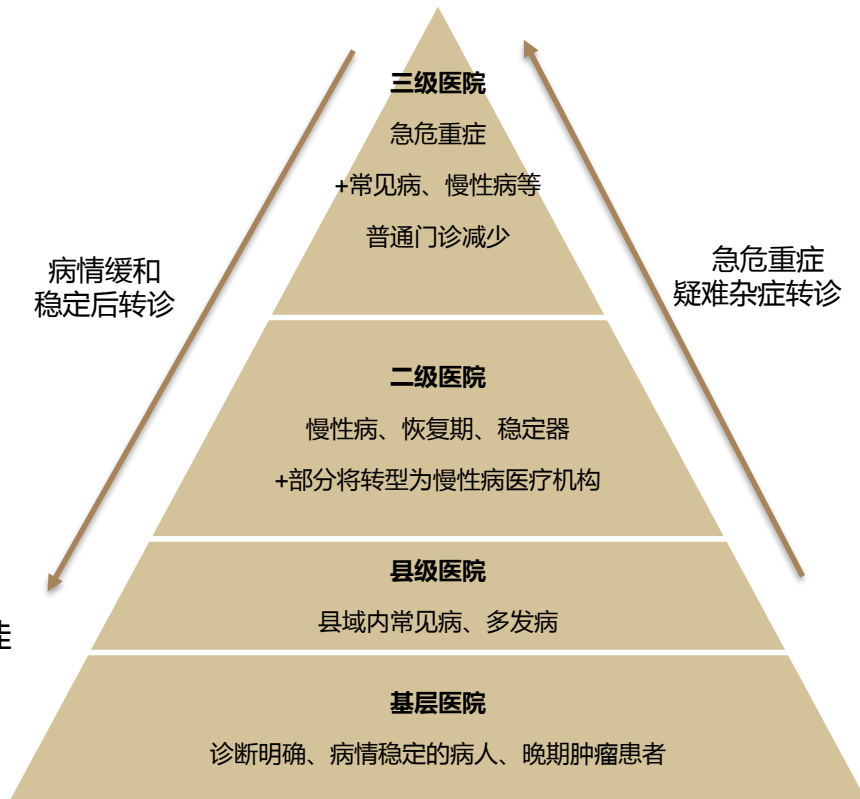
- ❑ 分级诊疗解决看病难：**总量不足**和**结构不均**；
- ❑ 医药分家解决看病贵：**大检查**和**大处方**，**提高效率**；

分级诊疗对行业影响：

- ❑ 城市公立医院市场增速放缓；
- ❑ 县级医院及基层医疗市场增长迅速；
- ❑ 企业销售渠道下沉；

医药分家对行业影响：

- ❑ 药品成医院成本中心，处方向院外药房流出，药店成最佳承接中心；
- ❑ 检查需降本增效，第三方将蓬勃发展；
- ❑ 服务价格回归正常，行业景气；

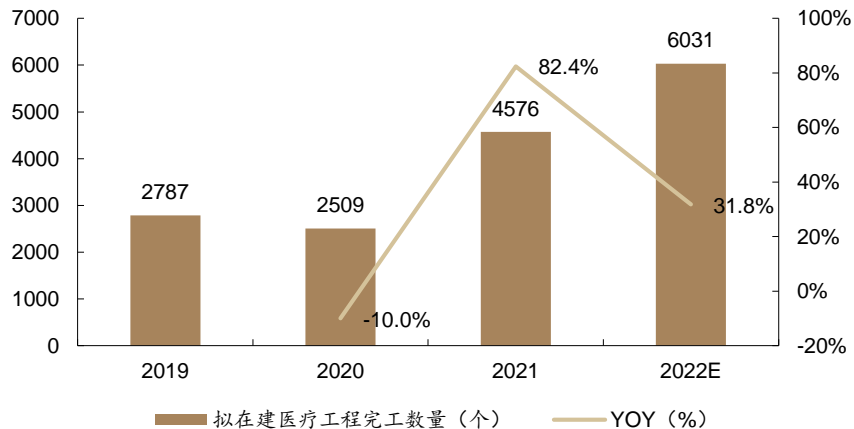


医疗：新基建推动医院大规模扩建

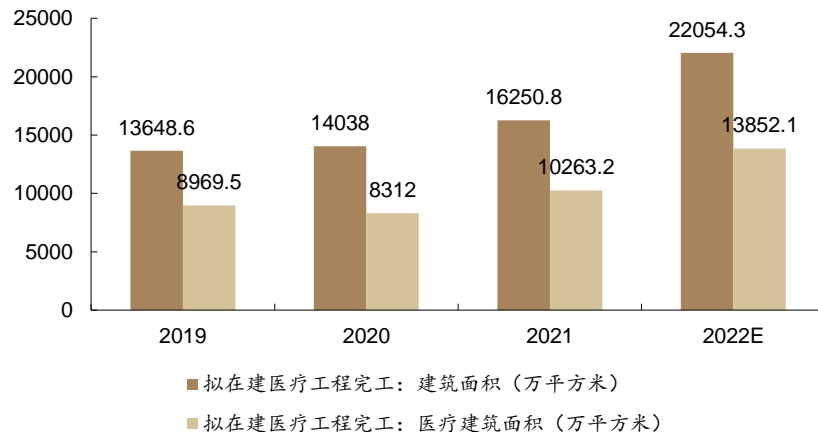
□ 在新基建的推动下：

- 2021年我国拟在建医疗工程中完工数量为4576个，同比增长82.4%，据智研咨询预测，2022年我国拟在建医疗工程中完工数量将达到6031个，创新高，同比增长31.8%；
- 2021年我国拟在建医疗工程完工建筑面积为1.6亿平方米，同比增长15.8%、完工医疗建筑面积为1亿平方米，同比增长23.5%；

图：我国拟在建医疗工程完工数量（个）



图：我国拟在建医疗工程完工建筑面积（万平方米）



医疗：医改核心，将重构终端需求格局

2012-2021年平均每家公立医院：

- **总收入**：9年增长1.8倍，CAGR为12.3%；
- **药品收入**：9年增长0.8倍，占比从40.1%下降至24.9%，取消药品加成、带量采购，药品收入占比控制明显
- **卫生材料**：9年增长3.6倍，占比从7.7%提升至12.3%，成为医院另一大收入来源，格局差的高值耗材正在承压。
- **检查收入**：9年增长2.2倍，占比从10.3%小幅提升至11.6%；
- **门诊/治疗/手术/护理收入**：9年增长2.1倍，占比从16.9%提升至18.4%（21年占比不包括门诊挂号收入）
- **财政补助**：9年增长3.3倍，占比从8.2%提升至12.3%，国家加大了对医疗资源得投入。

表：公立医院收入结构变化（2012-2015-2021年）

费用占比	2012年				2015年				2018年				2021年			
	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院
药品收入	40.1%	40.2%	40.2%	39.3%	36.2%	37.0%	34.7%	37.4%	28.7%	28.9%	28.1%	31.7%	24.9%	25.3%	23.9%	23.0%
卫生材料	7.7%	9.8%	4.6%	2.4%	10.2%	12.3%	6.3%	2.8%	11.9%	13.9%	7.6%	3.0%	12.3%	13.9%	7.3%	2.4%
治疗收入	11.1%	10.8%	11.5%	11.6%	10.6%	10.2%	11.3%	11.9%	11.8%	11.3%	12.6%	13.3%	11.5%	11.2%	12.1%	11.6%
检查收入	10.3%	10.1%	11.0%	8.3%	10.7%	10.5%	11.3%	8.5%	11.3%	11.2%	11.6%	8.3%	11.6%	11.7%	11.4%	6.8%
财政补助	8.2%	6.8%	9.4%	14.5%	9.0%	7.2%	12.0%	16.1%	9.5%	7.8%	13.1%	19.2%	12.3%	10.0%	18.4%	33.9%
其他住院收入	9.8%	9.6%	10.4%	7.5%	10.1%	9.7%	11.1%	8.1%	11.1%	10.7%	12.3%	8.9%	10.0%	9.9%	10.6%	7.3%
其他门诊收入	4.6%	4.5%	4.8%	6.0%	5.1%	5.0%	5.3%	6.2%	6.0%	6.1%	5.9%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%
手术收入	4.4%	4.3%	4.5%	4.2%	4.0%	4.1%	3.9%	3.5%	4.8%	5.2%	4.0%	2.8%	5.3%	5.8%	3.9%	1.9%
其他收入	1.9%	1.8%	1.9%	4.3%	2.0%	2.0%	1.9%	3.6%	2.3%	2.3%	2.2%	4.0%	1.4%	1.4%	1.4%	2.2%
护理收入	1.1%	0.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	1.8%	1.6%	1.9%	1.7%	2.3%	2.0%	1.6%	1.5%	2.0%	1.9%
科教项目收入	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.5%	0.7%	0.1%	0.1%	0.5%	0.7%	0.0%	0.0%
门诊挂号	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	/	/	/	/

资料来源：中国卫生健康统计年鉴，德邦研究所

公立医院:2012-2021年收入结构变化

表：公立医院收入结构变化（2012-2021年）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
药品收入	40.1%	38.8%	38.0%	36.2%	34.3%	31.1%	28.7%	28.3%	24.9%	24.9%
卫生材料	7.7%	8.8%	9.6%	10.2%	11.0%	11.6%	11.9%	12.2%	11.5%	12.3%
治疗收入	11.1%	11.0%	10.8%	10.6%	10.8%	11.3%	11.8%	11.7%	10.8%	11.5%
检查收入	10.3%	10.5%	10.7%	10.7%	10.8%	11.0%	11.3%	11.4%	10.8%	11.6%
财政补助	8.2%	7.9%	7.7%	9.0%	9.1%	9.2%	9.5%	9.8%	16.1%	12.3%
其他住院收入	9.8%	10.0%	10.1%	10.1%	10.4%	10.8%	11.1%	11.0%	9.8%	10.0%
其他门诊收入	4.6%	4.9%	5.1%	5.1%	5.3%	5.8%	6.0%	6.1%	6.0%	6.5%
手术收入	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	4.2%	4.6%	4.8%	5.0%	4.8%	5.3%
其他收入	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	1.4%	3.1%	1.4%
护理收入	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	1.8%	1.6%	1.6%
科教项目收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
门诊挂号	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	/	/

三级医院:药品收入占比降幅明显，卫生材料有所提升

□ 2012-2021年平均每家三级医院：

- **总收入**：9年增长0.8倍，CAGR为6.5%；
- **药品收入**：9年增长0.1倍，占比从40.2%下降至25.3%，药品在三级医院端的收入比重降幅明显；
- **卫生材料**：9年增长1.5倍，CAGR为10.7%，占比从9.8%提升至13.9%，所占比重提升4.1pct。
- **检查收入**：9年增长1倍，CAGR为8.3%，占比从10.1%提升至11.7%；
- **门诊/治疗/手术/护理收入**：9年增长1倍，占比从16.4%提升至18.6%（21年占比不包括门诊挂号收入）
- **财政补助**：9年增长1.6倍，CAGR为11.2%，占比从6.8%提升至10%。

表：三级医院收入结构变化（2012-2021年）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
药品收入	40.2%	39.3%	38.6%	37.0%	35.1%	31.7%	28.9%	28.5%	25.5%	25.3%
卫生材料	9.8%	11.0%	11.8%	12.3%	13.1%	13.7%	13.9%	14.0%	13.3%	13.9%
治疗收入	10.8%	10.5%	10.4%	10.2%	10.4%	10.9%	11.3%	11.3%	10.6%	11.2%
检查收入	10.1%	10.3%	10.5%	10.5%	10.7%	10.9%	11.2%	11.5%	11.0%	11.7%
财政补助	6.8%	6.4%	6.2%	7.2%	7.1%	7.2%	7.8%	8.1%	13.2%	10.0%
其他住院收入	9.6%	9.7%	9.8%	9.7%	9.9%	10.4%	10.7%	10.6%	9.7%	9.9%
其他门诊收入	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	5.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	6.5%
手术收入	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.3%	4.9%	5.2%	5.4%	5.3%	5.8%
其他收入	1.8%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	1.4%	3.2%	1.4%
护理收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
科教项目收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
门诊挂号	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	/	/

二级医院:药品收入占比降幅明显，卫生材料有所提升

□ 2012-2021年平均每家二级医院：

- **总收入**：9年增长0.7倍，CAGR为6.1%；
- **药品收入**：9年基本无增长，占比从40.2%下降至23.9%，药品在二级医院端的收入比重降幅明显；
- **卫生材料**：9年增长1.7倍，CAGR为11.5%，占比从4.6%提升至7.3%，所占比重提升2.7pct。
- **检查收入**：9年增长0.8倍，CAGR为6.5%，占比从11%略微提升至11.4%；
- **门诊/治疗/手术/护理收入**：9年增长0.7倍，占比从17.6%提升至18%（21年占比不包括门诊挂号收入）
- **财政补助**：9年增长2.3倍，CAGR为14.3%，占比从9.4%提升至18.4%。

表：二级医院收入结构变化（2012-2021年）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
药品收入	40.2%	38.4%	37.1%	34.7%	32.5%	30.0%	28.1%	27.9%	23.4%	23.9%
卫生材料	4.6%	5.5%	6.0%	6.3%	6.9%	7.4%	7.6%	7.8%	7.0%	7.3%
治疗收入	11.5%	11.6%	11.4%	11.3%	11.5%	12.0%	12.6%	12.6%	11.2%	12.1%
检查收入	11.0%	11.2%	11.5%	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%	11.7%	10.6%	11.4%
财政补助	9.4%	9.6%	9.7%	12.0%	12.8%	13.0%	13.1%	13.4%	23.0%	18.4%
其他住院收入	10.4%	10.7%	11.0%	11.1%	11.4%	11.9%	12.3%	12.2%	10.3%	10.6%
其他门诊收入	4.8%	5.0%	5.3%	5.3%	5.4%	5.7%	5.9%	6.0%	5.9%	6.5%
手术收入	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	3.6%	3.9%
其他收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	1.4%	2.7%	1.4%
护理收入	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.0%	2.0%
科教项目收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
门诊挂号	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	/	/

一级医院:对财政补贴的依赖性较强

□ 2012-2021年平均每家一级医院：

- 总收入：9年增长0.4倍，CAGR为3.8%；
- 药品收入：9年下降18%，占比从39.3%下降至23%；
- 卫生材料：9年增长0.4倍，CAGR为4.1%，占比稳定在2.4%。
- 检查收入：9年略增0.1倍，CAGR为1.6%，占比从8.3%降低至6.8%；
- 门诊/治疗/手术/护理收入：9年增长0.2倍，占比从17.6%下降至15.4%（21年占比不包括门诊挂号收入）
- 财政补助：9年增长2.3倍，CAGR为14.1%，占比从14.5%提升至33.9%，一级医院对财政补贴的依赖性较强。

表：一级医院收入结构变化（2012-2021年）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
药品收入	39.3%	39.1%	38.0%	37.4%	35.1%	33.1%	31.7%	29.0%	24.6%	23.0%
卫生材料	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%	2.8%	2.4%	2.4%
治疗收入	11.6%	12.2%	12.2%	11.9%	11.7%	12.8%	13.3%	12.7%	11.2%	11.6%
检查收入	8.3%	8.7%	9.0%	8.5%	8.7%	8.5%	8.3%	7.6%	6.7%	6.8%
财政补助	14.5%	14.1%	15.2%	16.1%	17.6%	17.8%	19.2%	25.1%	33.8%	33.9%
其他住院收入	7.5%	7.7%	7.7%	8.1%	8.3%	9.0%	8.9%	8.3%	7.7%	7.3%
其他门诊收入	6.0%	6.2%	6.0%	6.2%	7.0%	6.9%	6.4%	6.4%	5.8%	6.0%
手术收入	4.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.4%	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%	1.9%
其他收入	4.3%	3.7%	3.5%	3.6%	3.3%	3.7%	4.0%	2.4%	3.5%	2.2%
护理收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%
科教项目收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
门诊挂号	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	/	/

支出端:受益于医保谈判及集采, 药品费用占比降幅明显

□ 2012-2021年平均每家公立医院:

- **总支出**: 9年增长1.85倍, CAGR为12.3%, 增速与同期收入增速持平;
- **医疗业务成本**: 占比从80.5%提升至88%, 其中药品费用显著受益于医保谈判, 及带量采购带来的药品价格降幅, 9年仅增长1.03倍, CAGR为8.2%, 占比从35.6%降低至25.4%, 降低10.2pct.

表: 公立医院支出结构变化 (2012-2015-2021年)

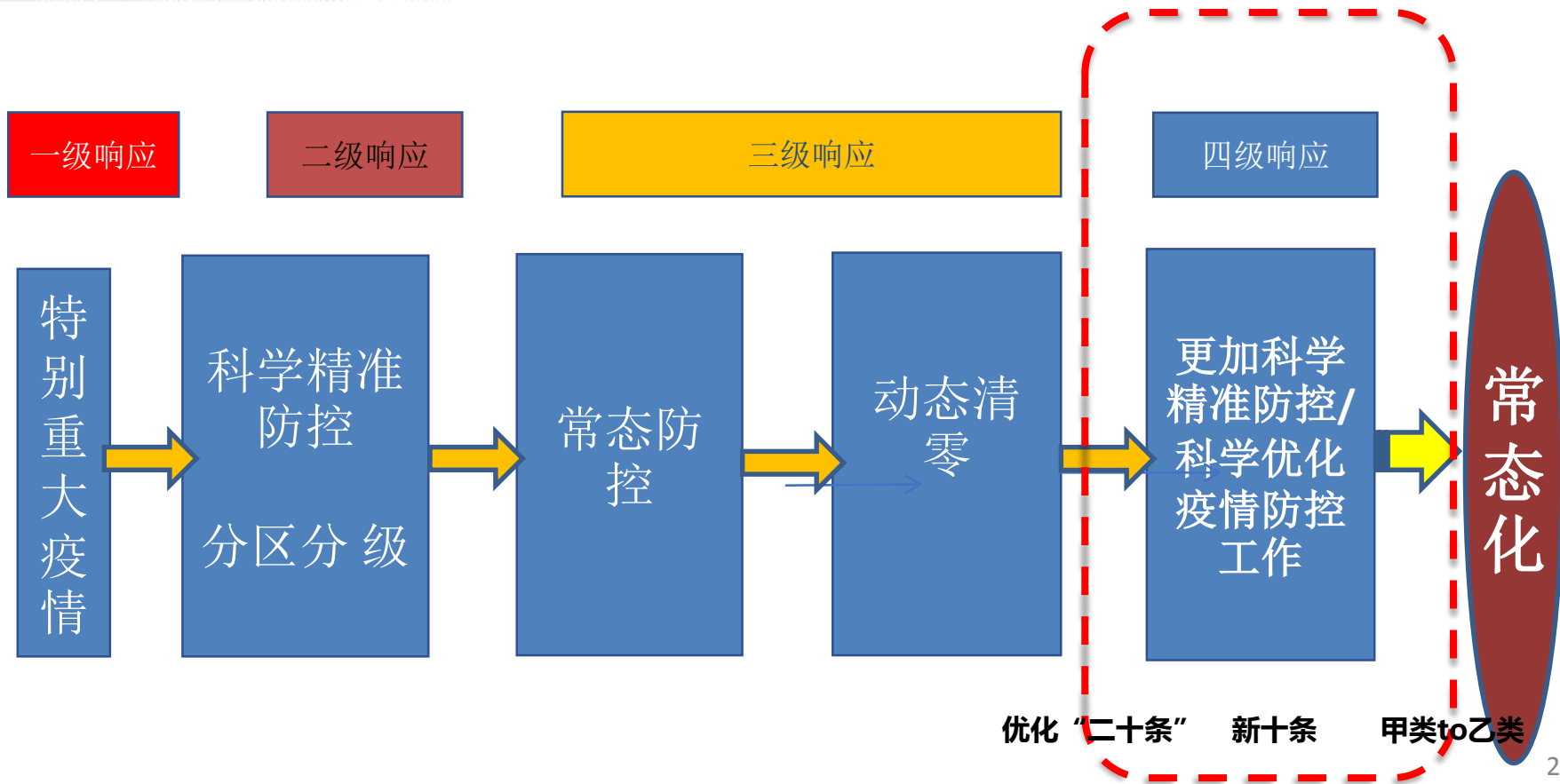
指标名称	2012				2015				2018				2021			
	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院
医疗业务成本	80.5%	82.3%	79.1%	69.1%	82.9%	84.5%	80.6%	70.2%	83.6%	85.1%	81.0%	72.9%	88.0%	89.1%	84.9%	80.1%
其中: 药品费用	35.6%	36.4%	34.9%	31.5%	33.3%	34.0%	32.1%	30.9%	28.6%	29.0%	27.6%	29.2%	25.4%	25.8%	24.1%	23.3%
财政项目补助支出	3.6%	3.5%	3.3%	4.7%	3.9%	3.6%	4.1%	6.3%	4.5%	4.1%	5.1%	6.9%	6.9%	5.5%	10.4%	24.5%
科教项目支出	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.1%	0.5%	0.6%	0.2%	0.2%
管理费用	12.6%	11.9%	14.0%	10.8%	11.4%	10.4%	13.3%	12.3%	10.2%	9.4%	12.2%	11.7%	10.5%	9.6%	13.0%	16.1%
其他支出	2.9%	1.8%	3.5%	15.4%	1.5%	1.0%	1.8%	11.1%	1.2%	0.9%	1.6%	8.4%	1.5%	1.3%	2.0%	3.8%

03

疫情：三年医药行业的变化

国内疫情防控政策：

疫情防控逐级响应，二十条和新十条出台标志向常态化的迈进



传染病防治法：甲乙类传染病的管理区别

新冠从甲类管理回归乙类管理或为常态化防控的标志

- **调入机制**：其他乙类传染病和突发原因不明的传染病需要采取本法所称甲类传染病的预防、控制措施的，由国务院卫生行政部门及时报经**国务院批准**后予以公布、实施。
- **调出机制**：需要解除依照前款规定采取的甲类传染病预防、控制措施的，由国务院卫生行政部门报经**国务院批准**后予以公布。

◆ 甲类传染病：**强制**管理

2种：鼠疫、霍乱（含乙类参甲管理-传染性非典、炭疽中的肺炭疽和人感染高致病性禽流感）

◆ 乙类传染病27种：**严格**管理

27种：非典、肺结核、艾滋病、病毒性肝炎、脊髓灰质炎、人感染高致病性禽流感、狂犬病等

◆ 丙类传染病11种：**监测**管理

11种：流感、风疹、腮腺炎等

第三十九条 医疗机构发现甲类传染病时，应当及时采取下列措施：

（一）对病人、病原携带者，予以隔离治疗，隔离期限根据医学检查结果确定；

（二）对疑似病人，确诊前在指定场所单独隔离治疗；

（三）对医疗机构内的病人、病原携带者、疑似病人的密切接触者，在指定场所进行医学观察和采取其他必要的预防措施。

拒绝隔离治疗或者隔离期未满擅自脱离隔离治疗的，可以由公安机关协助医疗机构采取强制隔离治疗措施。

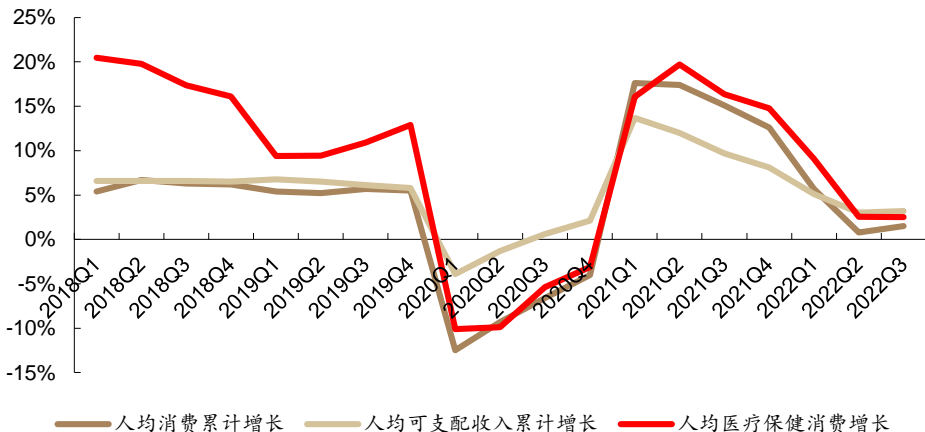
医疗机构发现乙类或者丙类传染病病人，应当根据病情采取必要的治疗和控制传播措施。

疫情三年变化之：个人及财政支出

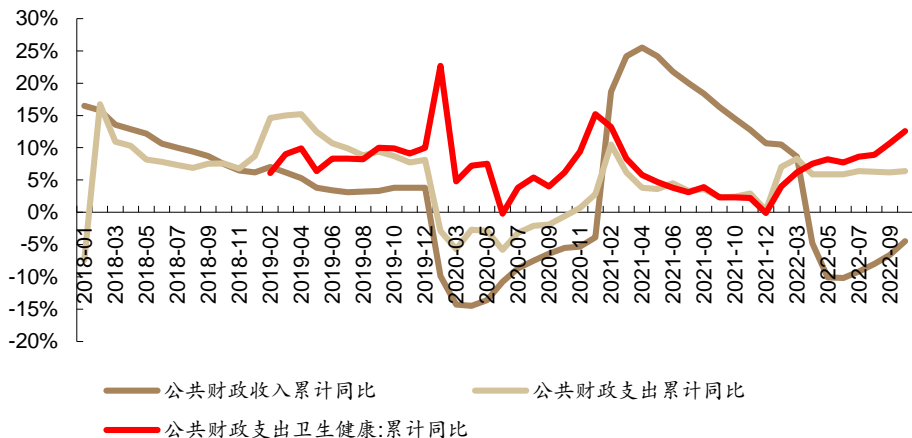
医疗保健需求仍高于个人消费增长，新冠相关需求对卫生健康财政支出有扰动

- **疫情影响基数，但医疗保健支出仍高于人均消费支出**：疫情导致基数效应，人均收入和消费支出波动较大，但2021-2022Q3 医疗保健支出增速仍整体高于消费支出，考虑到老龄化等因素，未来医疗保健支出占比将继续提升；
- **卫生健康支出与财政收入关联不大**：疫情对公共财政收入和支出增速产生较大波动，但对卫生健康的财政支出影响相对较小，财政对卫生健康支出包括公立医院职工工资、公立医院补贴、公共卫生、医保补贴和医疗救助等多项支出，相对刚性，其中新冠疫苗、核酸检测、医院建设和新冠治疗等对支出有一定波动，导致2022年增速逐月提升；

图：国内人均消费/可支配收入及医疗保健消费累计同比增长



图：公共卫生财政支出及卫生健康支出水平累计同比增速



疫情三年变化之：国家基本医疗保险基金

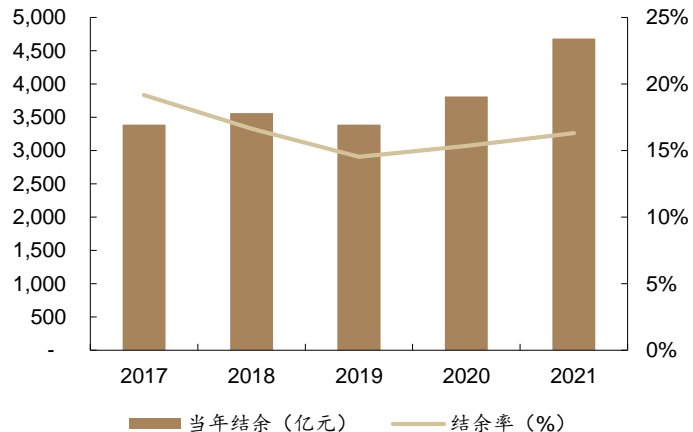
收入影响不大，支出影响较大,反映对需求的影响

- **疫情对医保基金收入端影响有限，对支出端影响较大**：截至2022M9，全国基本医疗保险基金累计收入21492亿元，同比增长5.5%，累计支出17286亿元，同比下滑0.5%。
- **累计支出增速为负的主要原因为**：1) 去年同期全国大规模接种新冠疫苗，且疫苗和接种费用由医保基金负担，造成高基数；2) 由于上半年多地疫情反复，疫情防控影响院内就诊，就诊人次减少。需求积压，随着管控放开，预计增速将加速修复。

图：全国医保基金收支情况



图：我国基本医疗保险当年结余情况（亿元，%）

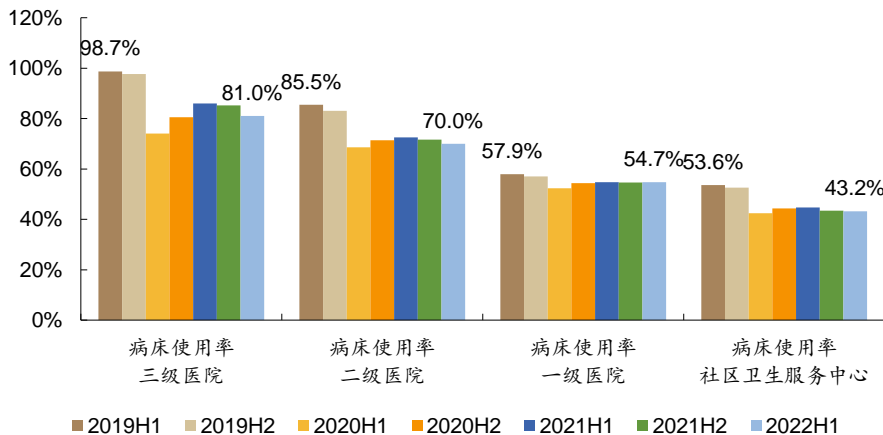


疫情三年变化之：医疗诊疗活动

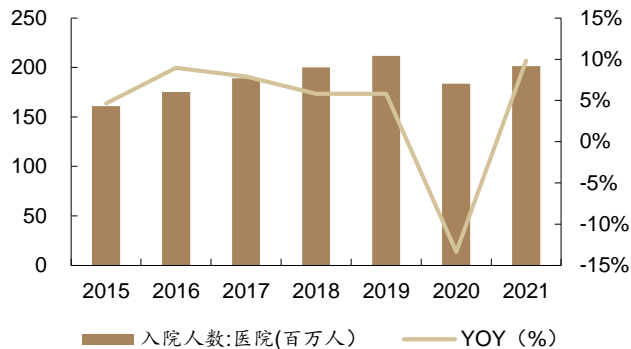
新冠影响诊疗活动，2022年与2021年相比更为严峻

- **2021年入院和出院人次仍未恢复到2019年**：疫情管控下，2021年虽有所恢复，但医疗诊疗活动仍有影响；
- **2022H1病床使用率和2020H2持平，低于2021年**：由于病毒突变给国内疫情防控带来很大压力，特别是2季度上海疫情的影响，2022年诊疗活动的影响比2021年更为严峻，即诊疗活动受疫情影响持续了近3年；

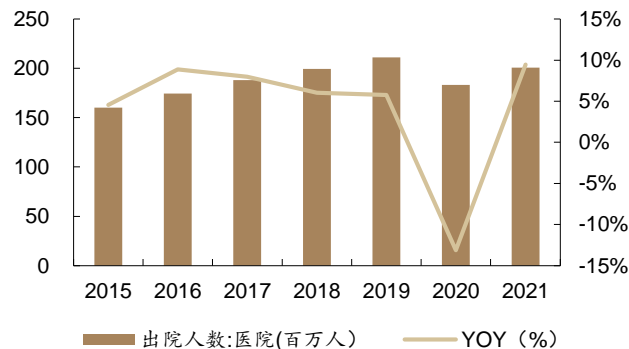
图：2021年和2022H1各级医院床位使用效率仍未达到2019年水平



图：历年入院人次 2021相较于2019年：-4.9%



图：历年出院人次 2021相较于2019年：-4.9%



数据来源：wind，德邦研究所

疫情三年变化之：医疗诊疗活动

疫情影响门急诊需求，2021年儿科、全科、妇产、职业病科受损严重

科室分类	医院端门急诊人次(百万人)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2021相对于2019增速
总计	3,363.0	3,495.5	3,752.7	3,231.8	3,781.6	
YoY		3.9%	7.4%	-13.9%	17.0%	0.8%
儿科	314.4	301.3	333.2	206.6	285.5	
YoY		-4.2%	10.6%	-38.0%	38.2%	-14.3%
全科医疗科	49.0	50.5	53.9	41.3	47.4	
YoY		3.1%	6.7%	-23.3%	14.8%	-12.0%
耳鼻咽喉科	93.0	98.2	105.1	83.9	101.1	
YoY		5.5%	7.0%	-20.1%	20.5%	-3.8%
皮肤科	99.2	103.4	110.9	91.6	111.6	
YoY		4.2%	7.3%	-17.4%	21.7%	0.5%
妇产科	315.9	310.4	316.1	264.8	283.7	
YoY		-1.7%	1.8%	-16.2%	7.1%	-10.3%
结核病科	5.1	5.6	6.2	5.3	5.9	
YoY		10.1%	9.7%	-15.2%	12.3%	-4.8%
预防保健科	17.1	17.6	17.3	14.7	18.0	
YoY		2.6%	-1.8%	-14.7%	22.4%	4.5%
口腔科	104.7	112.1	122.4	105.3	127.0	
YoY		7.1%	9.2%	-14.0%	20.7%	3.8%
中西医结合科	72.3	76.5	83.8	73.0	85.7	
YoY		5.7%	9.5%	-12.8%	17.4%	2.3%
中医科	609.3	628.4	670.4	587.9	661.8	
YoY		3.1%	6.7%	-12.3%	12.6%	-1.3%

科室分类	医院端门急诊人次(百万人)					
	2017	2018	2019	2020	2021	2021相对于2019增速
眼科	103.6	108.5	118.7	104.5	125.0	
YoY		4.7%	9.4%	-11.9%	19.6%	5.4%
内科	705.9	738.7	795.3	701.4	798.4	
YoY		4.6%	7.7%	-11.8%	13.8%	0.4%
急诊医学科	166.5	176.3	199.7	178.8	217.4	
YoY		5.9%	13.3%	-10.5%	21.6%	8.8%
康复医学科	30.1	32.2	34.7	31.1	37.6	
YoY		7.0%	7.7%	-10.4%	21.0%	8.5%
民族医学科	10.2	11.6	11.9	10.8	14.6	
YoY		13.4%	3.1%	-9.9%	35.2%	21.9%
外科	318.9	335.0	356.3	322.4	379.2	
YoY		5.0%	6.4%	-9.5%	17.6%	6.4%
职业病科	1.5	1.9	2.1	2.0	1.9	
YoY		22.0%	12.1%	-4.5%	-5.6%	-9.9%
传染科	44.3	47.8	53.2	55.5	69.7	
YoY		8.0%	11.3%	4.4%	25.5%	31.0%
精神科	47.7	52.1	58.6	58.6	66.9	
YoY		9.2%	12.5%	0.0%	14.1%	14.1%
肿瘤科	35.1	39.7	45.7	46.9	55.8	
YoY		13.2%	15.1%	2.7%	18.9%	22.1%
医疗美容科	7.7	10.1	12.3	12.5	16.4	
YoY		31.6%	21.7%	2.1%	30.9%	33.7%
重症医学科				2.4	2.1	
YoY					-10.5%	
其他	211.5	217.0	221.6	230.2	268.9	
YoY		2.6%	2.1%	3.9%	16.8%	21.4%

疫情三年变化之：医疗诊疗活动

疫情影响住院活动，2021年儿科、妇产科和传染科受损严重

科室分类	出院人数(百万人)					2021年相对于2019年增速
	2017	2018	2019	2020	2021	
总计	188.23	199.58	211.08	183.34	200.67	
YoY		6.0%	5.8%	-13.1%	9.5%	
急诊医学科	1.56	1.64	1.79	1.49	0.15	
YoY		5.0%	8.9%	-16.6%	-89.6%	-91.4%
预防保健科	0.10	0.09	0.09	0.06	0.06	
YoY		-11.2%	1.3%	-39.6%	11.7%	-32.5%
传染科	3.13	3.25	3.46	2.46	2.59	
YoY		3.6%	6.6%	-28.8%	5.2%	-25.1%
儿科	16.67	17.01	17.41	11.50	14.22	
YoY		2.0%	2.3%	-33.9%	23.6%	-18.3%
妇产科	19.95	19.03	18.72	15.76	15.33	
YoY		-4.6%	-1.6%	-15.8%	-2.8%	-18.1%
结核病科	0.47	0.49	0.54	0.42	0.44	
YoY		3.7%	10.0%	-21.9%	5.3%	-17.8%
全科医学科	1.60	1.71	1.80	1.52	1.61	
YoY		7.0%	5.6%	-15.6%	5.7%	-10.8%
口腔科	0.63	0.66	0.66	0.54	0.61	
YoY		4.2%	1.1%	-18.4%	12.3%	-8.3%
皮肤科	0.56	0.59	0.63	0.49	0.58	
YoY		6.6%	6.2%	-21.9%	18.4%	-7.5%
内科	52.12	55.82	58.76	51.26	55.21	
YoY		7.1%	5.3%	-12.8%	7.7%	-6.0%
中医科	26.86	28.93	31.13	27.92	29.33	
YoY		7.7%	7.6%	-10.3%	5.0%	-5.8%

科室分类	出院人数(百万人)					2021年相对于2019年增速
	2017	2018	2019	2020	2021	
耳鼻咽喉科	3.14	3.39	3.60	2.94	3.50	
YoY		8.0%	6.1%	-18.4%	19.1%	-2.7%
职业病科	0.11	0.11	0.12	0.10	0.12	
YoY		3.5%	7.8%	-13.5%	12.8%	-2.5%
民族医学科	0.67	0.83	0.85	0.69	0.83	
YoY		24.2%	2.0%	-18.8%	20.1%	-2.5%
中西医结合科	3.19	3.52	3.77	3.37	3.76	
YoY		10.6%	6.9%	-10.6%	11.7%	-0.1%
外科	35.27	37.43	39.48	35.80	39.79	
YoY		6.1%	5.5%	-9.3%	11.1%	0.8%
眼科	5.06	5.69	6.01	5.47	6.30	
YoY		12.4%	5.7%	-9.0%	15.3%	4.9%
康复医学科	2.65	3.10	3.30	3.10	3.48	
YoY		16.9%	6.4%	-6.1%	12.3%	5.4%
医疗美容科	0.20	0.22	0.27	0.26	0.30	
YoY		9.5%	21.0%	-2.5%	11.7%	9.0%
精神科	2.52	2.94	3.27	3.25	3.94	
YoY		16.5%	11.4%	-0.9%	21.4%	20.4%
肿瘤科	7.83	8.91	10.22	10.09	12.12	
YoY		13.7%	14.8%	-1.3%	20.1%	18.5%
重症医学科				1.09	1.12	
YoY					3.2%	
其他	3.92	4.20	4.33	3.74	3.89	
YoY		7.1%	2.9%	-13.6%	4.0%	-10.1%

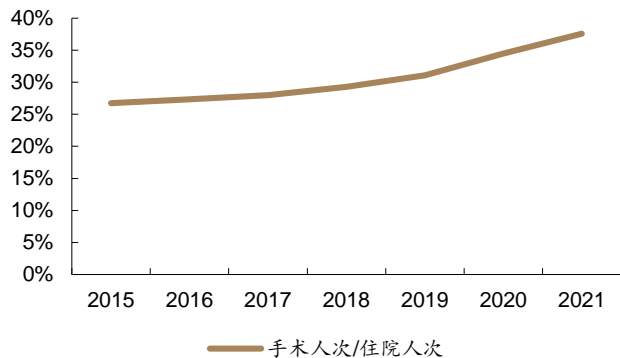
疫情三年变化之：医疗诊疗活动

手术需求相对刚性，但2021年绝大多数领域恢复到正常水平，关注可择期手术的变化

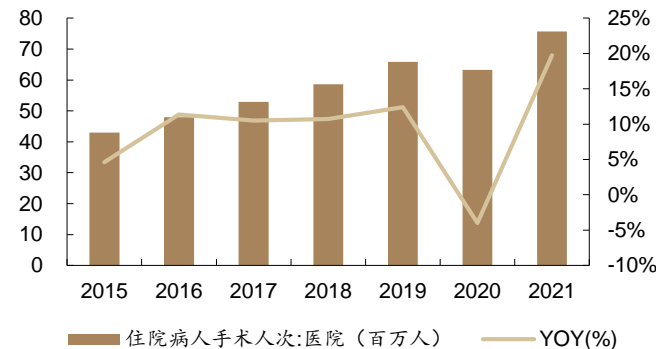
表：各类型医院历年住院病人手术人次变化

单位：万人次	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021比2019
住院病人手术人次:医院	4302.5	4790.8	5293.3	5860.3	6586.7	6324.6	7573.8	
YOY(%)		11.3%	10.5%	10.7%	12.4%	-4.0%	19.8%	15.0%
其中：综合医院	3340.4	3721.4	4092.0	4514.7	5091.0	4864.2	5746.0	
YOY(%)		11.4%	10.0%	10.3%	12.8%	-4.5%	18.1%	12.9%
其中：肿瘤医院	54.3	61.1	65.8	86.2	98.3	97.7	129.7	
YOY(%)		12.4%	7.8%	30.9%	14.0%	-0.6%	32.8%	32.0%
其中：骨科医院	44.4	47.8	55.2	63.3	67.9	69.9	77.1	
YOY(%)		7.7%	15.5%	14.5%	7.3%	2.9%	10.4%	13.6%
其中：口腔医院	7.5	8.2	7.8	8.5	9.3	7.4	9.5	
YOY(%)		9.2%	-4.0%	9.1%	8.5%	-19.8%	27.4%	2.2%
其中：妇产(科)医院	72.6	85.5	91.5	94.6	91.5	80.4	95.9	
YOY(%)		17.9%	6.9%	3.5%	-3.4%	-12.1%	19.2%	4.8%
其中：眼科医院	104.7	124.6	153.2	181.4	197.7	180.3	216.8	
YOY(%)		19.0%	23.0%	18.4%	9.0%	-8.8%	20.2%	9.7%
其中：美容医院	5.7	5.9	8.4	9.1	10.2	10.4	10.8	
YOY(%)		3.3%	41.1%	8.6%	12.4%	2.1%	3.0%	5.2%
其中：康复医院	7.1	7.0	8.9	9.2	8.5	8.2	11.2	
YOY(%)		-1.2%	25.9%	3.6%	-8.0%	-2.8%	35.9%	32.1%
其中：皮肤病医院	0.4	0.4	0.6	0.9	1.2	1.1	1.4	
YOY(%)		-11.9%	47.6%	62.0%	25.4%	-7.9%	34.4%	23.8%
其中：传染病医院	9.8	12.2	14.5	18.0	23.8	22.0	30.9	
YOY(%)		24.7%	18.8%	24.0%	32.3%	-7.5%	40.8%	30.2%
其中：精神病医院	6.8	7.1	9.8	11.2	13.1	14.1	18.1	
YOY(%)		4.9%	38.4%	14.1%	16.6%	7.7%	28.8%	38.7%
其中：结核病医院	5.1	5.3	5.5	6.5	8.8	11.0	16.4	
YOY(%)		4.7%	3.8%	17.5%	36.3%	23.8%	50.1%	85.8%
其中：耳鼻喉科医院	11.5	12.6	13.4	17.6	17.1	12.9	16.4	
YOY(%)		9.6%	7.1%	31.2%	-2.9%	-24.6%	26.7%	-4.4%
其中：整形外科医院	3.2	3.6	3.4	4.1	5.0	3.2	4.8	
YOY(%)		11.6%	-3.3%	18.3%	21.3%	-36.1%	51.1%	-3.4%
其中：心血管病医院	12.5	14.7	41.3	26.1	27.2	23.5	32.5	
YOY(%)		17.3%	181.9%	-36.9%	4.0%	-13.5%	38.5%	19.8%

图：住院人次中，手术比例明显提升，刚性需求



图：医院历年住院病人手术人次变化

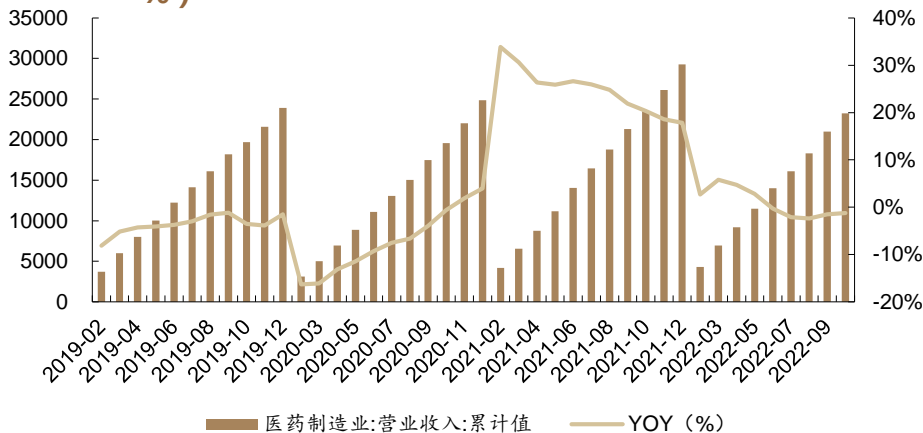


疫情三年变化之：医药工业收入端小幅下滑，疫后有望全面恢复

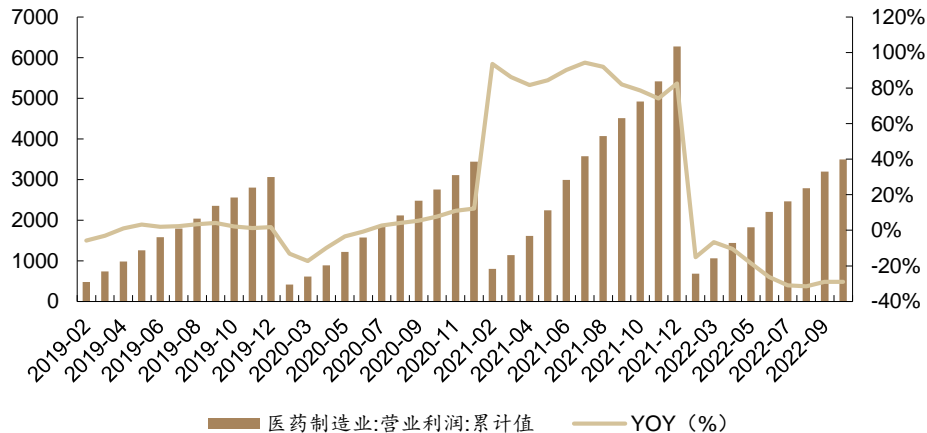
收入影响不大，支出影响较大，反映对需求的影响

- **2022年医药工业端收入小幅下滑，利润下滑明显**：2022年1-10月，我国医药制造业营业收入为23247亿元，同比下滑1.2%；2022年1-10月，医药制造业营业利润为3491.8亿元，同比下滑29%（去年同期高基数）。
- 2022年1-10月份医药工业端收入、利润下滑系新冠疫情反复以及带量采购的常态化推进，预计随着疫情趋于缓和，国内医药工业端将迎来全面复苏。

图：我国医药制造业累计营业收入情况（亿元，%）



图：我国医药制造业累计营业利润情况（亿元，%）

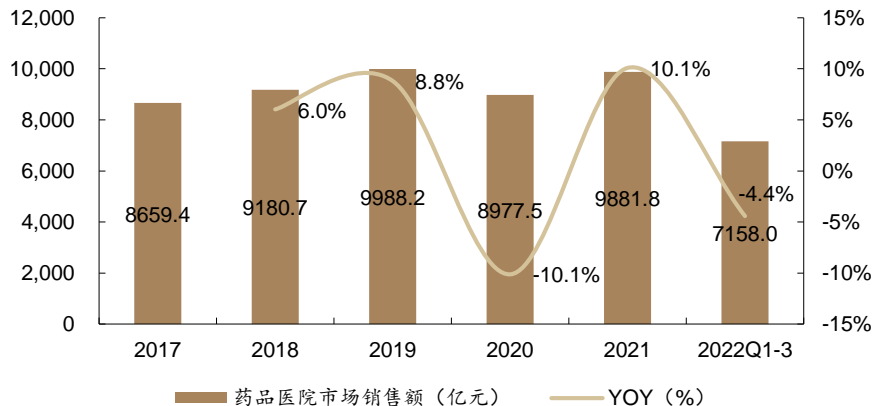


疫情三年变化之：医院端药品市场

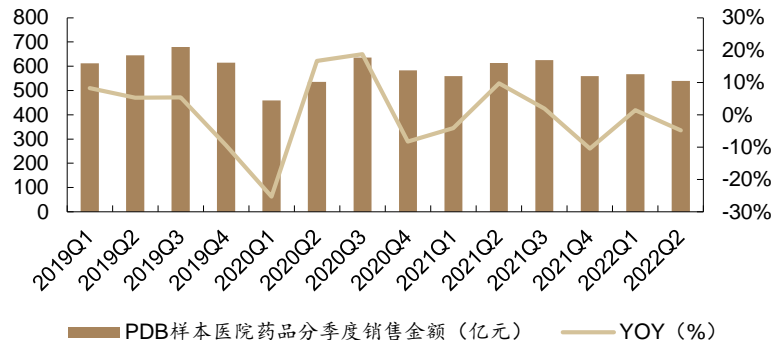
2021年医院市场与2019年持平，2022H1有所下滑，2022Q3有所恢复

- **2021年医院市场与2019年持平**：疫情管控下，2021年相对医疗诊疗活动的下滑，医院药品市场与2019年持平；
- **2022Q2下滑，Q3开始有所恢复**：2季度上海疫情对医院药品销售影响严重，Q3开始有所恢复；

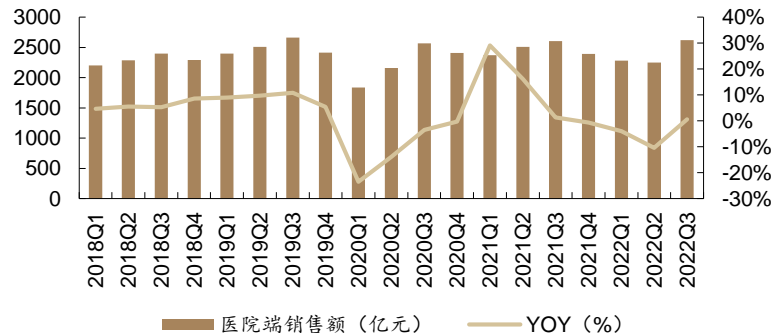
图：国内药品医院端（放大后）销售额（亿元）



图：国内药品样本医院端销售额（亿元）



图：国内药品医院端分季度（放大后）销售额（亿元）



疫情三年变化之：医院端药品市场

各类药品表现差异较大

- **相对刚性，受影响较小的品类：**抗肿瘤、消化道及代谢、皮肤病用药等；
- **疫情影响较大的品类：**抗感染、呼吸系统、心血管系统等；

表：医院端药物分类别收入及增速（亿元，%）

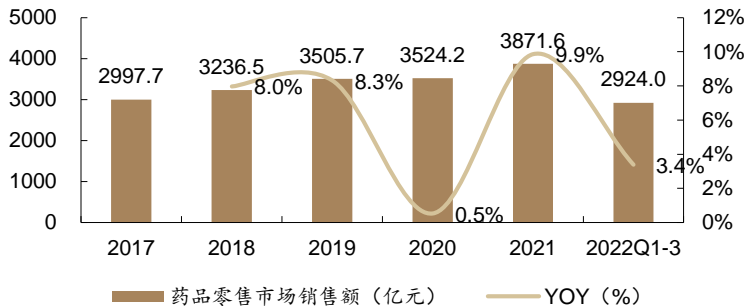
疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3	疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3
抗肿瘤药和免疫功能调节药	1558.89	1627.87	1825.24		1355.47	杂类	423.51	416.9	474.15		305.66
yoy	15.40%	4.40%	12.10%	17.09%	-1.90%	yoy	8.80%	-1.60%	13.70%	11.96%	-17.21%
消化道及代谢	1368.33	1289	1400.67		995.68	肌肉骨骼系统	392.79	345.9	372.78		274.5
yoy	8.10%	-5.80%	8.70%	2.36%	-6.85%	yoy	11.90%	-11.90%	7.80%	-5.09%	-2.68%
血液和造血器官	1203.85	1135.06	1273		902.43	生殖泌尿系统和性激素	299.42	267.27	318.97		246.3
yoy	10.90%	-5.70%	12.20%	5.74%	-6.71%	yoy	5.30%	-10.70%	19.30%	6.53%	2.67%
系统用抗感染药	1393.62	1097.25	1127.89		794.99	非性激素和胰岛素类的激素类用药	137.52	132.42	146.68		106.2
yoy	7.10%	-21.30%	2.80%	-19.07%	-7.52%	yoy	14.10%	-3.70%	10.80%	6.66%	-5.28%
神经系统	1138.03	976.73	1061.98		785.93	感觉器官	98.83	98.09	116.89		86.8
yoy	3.70%	-14.20%	8.70%	-6.68%	-2.44%	yoy	14.70%	-0.80%	19.20%	18.27%	-2.48%
心血管系统	1159.39	957.43	1021.17		759.53	皮肤病用药	97.85	94.41	108.91		82.04
yoy	1.70%	-17.40%	6.70%	-11.92%	-1.16%	yoy	13.80%	-3.50%	15.40%	11.30%	-0.24%
呼吸系统	705.14	527.67	620.74		452.76	抗寄生虫药、杀虫药和驱虫药	10.98	11.54	12.69		9.71
yoy	14.90%	-25.20%	17.60%	-11.97%	-0.12%	yoy	11.70%	5.10%	10.00%	15.57%	2.47%

资料来源：中康CHIS开思数据库，德邦研究所

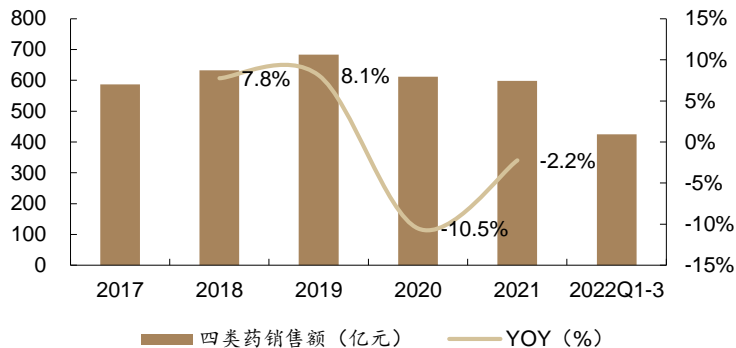
疫情三年变化之：零售端药品市场

受疫情影响增速放缓，但销售额未出现下滑，四类药品受影响严重

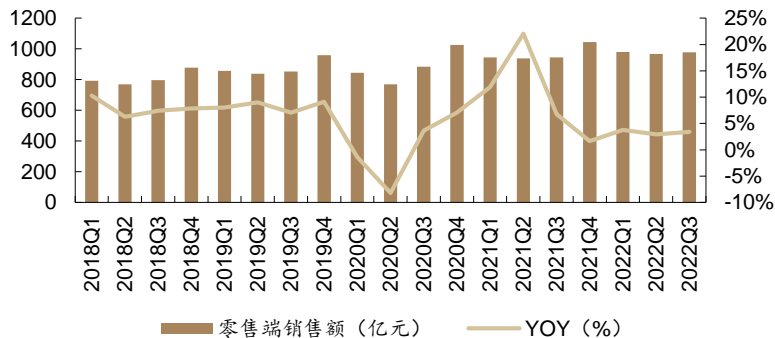
图：国内药品零售端（放大后）销售额（亿元）



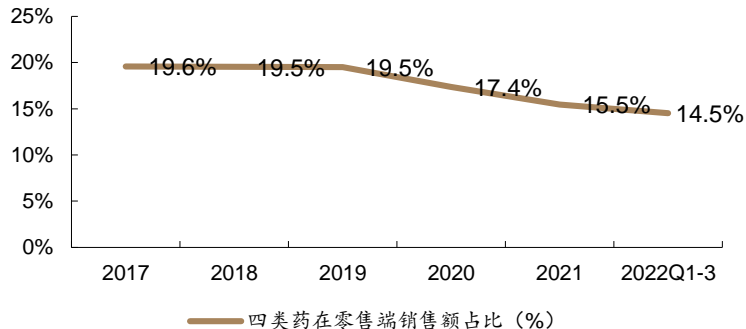
图：“四类药”零售端收入情况（亿元，%）



图：分季度国内药品零售端（放大后）销售额（亿元）



图：“四类药”在零售端销售额占比（%）



疫情三年变化之：零售端药品市场

各类药品表现差异较大

表：零售端药物分类别收入及增速（亿元，%）

疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3	疾病领域	2019	2020	2021	2021相对2019	2022Q1-3
肿瘤治疗药物及免疫调节剂	194.74	272.67	346.48		268.26	解热、镇痛、抗炎与抗风湿及抗痛风药	110.43	101.97	108.46		81.61
YOY	34.80%	40%	27.10%	77.92%	4.77%	YOY	17.80%	-7.70%	6.40%	-1.78%	0.79%
心脑血管用药（不含高血压）	268.68	283.11	322.75		249.53	血液和造血系统用药	97.13	97.78	114.31		80.44
YOY	9.70%	5.40%	14%	20.12%	6%	YOY	12.90%	0.70%	16.90%	17.69%	-5.84%
胃肠道疾病	260.63	269.4	300.01		226.1	妇产科用药	102.57	95.95	100.82		74.47
YOY	8.60%	3.40%	11.40%	15.11%	0.58%	YOY	2.20%	-6.50%	5.10%	-1.71%	-1.10%
感冒清热类药物	348.97	348	310.3		221.47	眼科类	63.94	68.53	72.32		56.74
YOY	10.10%	-0.30%	-10.80%	-11.08%	0.50%	YOY	6.90%	7.20%	5.50%	13.11%	3.18%
高血压用药	241.32	255.22	281.71		207.5	肝胆疾病用药	71.88	70.21	71.89		54.31
YOY	8.10%	5.80%	10.40%	16.74%	0%	YOY	0.00%	-2.30%	2.40%	0.01%	0.79%
维生素矿物质补充剂	160.97	171.58	224.74		191.84	慢性阻塞性肺疾病	42.32	40.98	46.41		34.05
YOY	7.70%	6.60%	31%	39.62%	16.50%	YOY	13.80%	-3.20%	13.20%	9.66%	3.37%
滋补保健类	252.43	228.69	234.67		163.22	计划生育用品类	27.14	25.21	28.78		22.74
YOY	2.30%	-9.40%	2.60%	-7.04%	0.43%	YOY	3.80%	-7.10%	14.20%	6.04%	5.26%
糖尿病	168.31	168.24	175.69		136.8	耳鼻喉用药	23.05	23.93	27.36		21.71
YOY	12.20%	0.00%	4.40%	4.38%	5.92%	YOY	10.80%	3.80%	14.40%	18.70%	10.63%
肌肉骨骼系统用药	179.24	165.16	181.74		133.87	全身性抗过敏药	20.80	21.08	24.73		20.45
YOY	-5.10%	-7.90%	10.00%	1.39%	-0.89%	YOY	16.40%	1.30%	17.30%	18.89%	9.26%
皮肤用药	131.98	133.5	156.96		129.25	肛肠类	20.20	20.07	23.26		18.58
YOY	7.30%	1.10%	17.60%	18.93%	7.82%	YOY	9.10%	-0.60%	15.90%	15.15%	9.64%
全身用抗感染药物	169.18	146.62	158.99		113.46	激素与内分泌调节药物	7.61	8.55	9.60		7.92
YOY	5.75%	-13.30%	8.40%	-6.02%	-0.87%	YOY	10.30%	12.40%	12.30%	26.15%	14.15%
口腔咽喉类	151.98	142.3	152.44		110.47	减肥类	6.46	10.60	10.30		6.68
YOY	5.40%	-6.40%	7.10%	0.30%	1.73%	YOY	94.80%	64.00%	-2.80%	59.44%	-16.80%
泌尿系统用药	107.75	117.09	125.49		99.40	杂类	3.73	3.81	4.45		3.76
YOY	7.40%	8.70%	7.20%	16.46%	8.04%	YOY	18.80%	2.20%	16.80%	19.30%	12.21%
止咳祛痰类	176.86	134.69	147.75		103.66	肠内肠外营养支持	2.44	2.76	3.59		2.88
YOY	4.90%	-23.80%	9.70%	-16.46%	5.28%	YOY	7.20%	13.00%	30.10%	47.13%	12.18%
神经系统用药/补益安神助眠类	92.99	96.48	105.58		82.82						
YOY	6.10%	3.80%	9.40%	13.54%	7.01%						

数据来源：中康CHIS开思数据库，德邦研究所

04

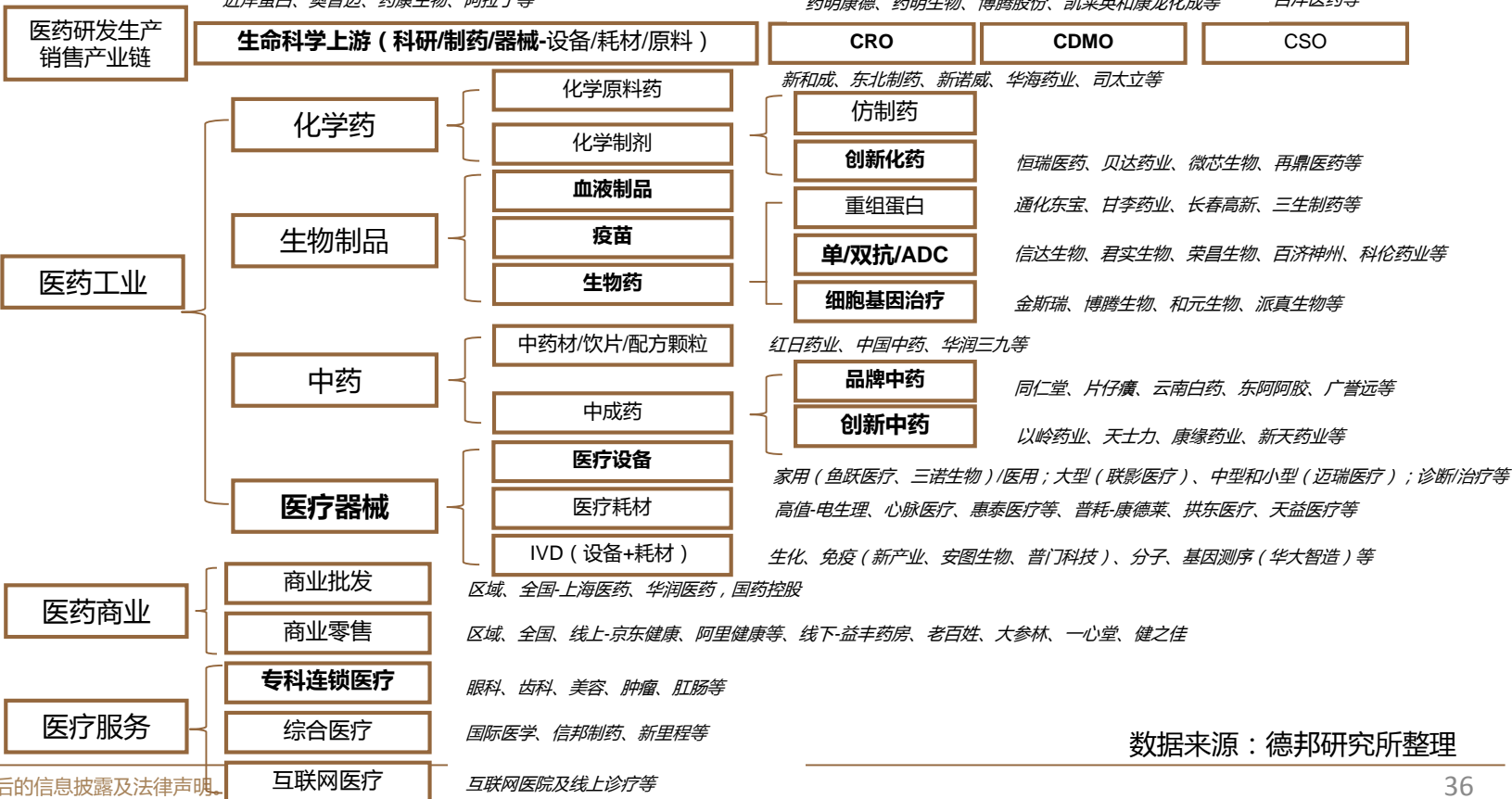
2023年医药投资策略

医药行业——众多细分领域，包含各类属性

东富龙、楚天科技、纳微科技、弈瑞科技、乐纯生物、多宁生物、
近岸蛋白、奥普迈、药康生物、阿拉丁等

药明康德、药明生物、博腾股份、凯莱英和康龙化成等

百洋医药等



数据来源：德邦研究所整理

医药行业—包含三大投资属性

- **制造属性-制造升级：** DRG/DIP要求提质增效和大国博弈（结构-进口替代）+分级诊疗-新基建/贴息贷款（总量-政府投入力度加大）
-医疗器械（设备/耗材）、难仿原料药/仿制药（出海）、生命科学上游等；
- **消费属性-消费复苏：** 疫情防控政策及人均可支配收入
-医疗服务、零售药店、品牌中药、OTC、疫苗、医美、消费类药/器械等；
- **科技属性-创新崛起：** 宏观流动性以及一二级市场投融资相关
-创新中西药/创新器械-Biotech、CXO、基因细胞治疗等先进医疗技术；

方向一：消费——疫后复苏，确定方向，时间的朋友

疫后复苏为2023年关键词，从产品到服务或将超预期，重点看好如下方向：

- 1) 医疗服务和医美：疫情期间压制的门诊/住院/医美活动，预计2023Q2开始复苏；医疗服务重点关注：**普瑞眼科、锦欣生殖**、华厦眼科、国际医学和爱尔眼科等；医美重点关注：时代天使、华东医药和华熙生物等；
- 2) 零售药店：四类药恢复销售，预计2022Q4-2023Q2业绩稳健；重点关注：**一心堂**、健之佳、益方药房、大参林和老百姓等；
- 3) 中药：备药高峰后OTC类补库存业绩或超预期，叠加行业层面或有国企改革+新版基药目录+100个疗效独特的中药品种目录催化；重点关注：**太极集团、华润三九**、同仁堂、康缘药业、昆药集团、方盛制药和泰恩康等；
- 4) 与诊疗复苏相关检测、药品及耗材：疫情期间压制的检查和可择期手术等活动复苏，预计IVD、手术感控、微创手术、麻醉镇痛、儿科及呼吸系统等相关药、普通耗材和高值耗材等都将快速增长；围手术期药耗重点关注：**东城药业、海思科、人福医药**、南微医学等；儿科及呼吸药品重点关注：**一品红**、我武生物、葵花药业等；
- 5) 生物制品：疫情后新生儿有望反弹，看好小孩苗复苏，以及消费属性强的成人苗放量，重点关注：**智飞生物**、康泰生物、百克生物和万泰生物等；血制品供需压制有望解除，行业有望重回两位数增速，重点关注：**派林生物、博雅生物**、天坛生物等；

方向二：科技崛起——受益流动性宽松和投融资复苏

宏观流动性改善+一级投资融复苏驱动创新药及其产业链复苏，重点看好如下方向：

1) 创新药：受宏观流动性影响，相关标的已深度调整，2023年大概率改善，同时新一轮国家医保谈判或即将启动，国内大品种或将进入放量期；重点关注：**百济神州、恒瑞医药、信达生物、康方生物、荣昌生物、海创药业和康诺亚**等；

2) 科研服务及创新药产业链：海内外二级市场回暖有望带动一级投融资复苏，进而驱动CXO和科研服务订单预期回升，扭转行业景气度预期。科研服务建议关注：**泰坦科技、诺唯赞、诺禾致源、药康生物和南模生物**等；创新药板块崛起后有望带动CXO景气度预期提升，重点关注：**药明生物、药明康德、泰格医药、阳光诺和、百诚医药**等；

方向三：制造崛起——受益医改、进口替代有望加速

受益医改和医疗新基建，在医药十四五规划的底层要求自主可控下，进口替代加速，看好如下方向：

1) 医疗端：受益贴息贷款，新基建将带来国内市场扩容、中国制造优势的国产替代，重点关注：1) 医疗设备：**联影医疗**、迈瑞医疗和新华医疗等；2) 高成长且替代空间大的内镜：**开立医疗**、海泰新光 and 澳华内镜等；3) 高壁垒高值耗材：电生理、惠泰医疗等；

2) 生产端：自主可控、实现供应链安全，降低下游客户成本，建议关注：器械上游：**海泰新光**、奕瑞科技、康众医疗等，制药上游：**奥浦迈**、纳微科技、东富龙、楚天科技、森松国际等；

3) 科研端：自主创新、突破“卡脖子”隐患，实现高水平科技自立自强，建议关注：科研设备（华大智造、聚光科技、禾信仪器、莱伯泰科等），生物试剂（近岸蛋白、毕得医药、诺唯赞、百普赛斯、义翘神州等）；

05

重点投资标的

2023年医药行业投资策略及核心观点

我们认为2023年医药或迎戴维斯双击：业绩面：2023年诊疗和消费活动复苏，2023Q2开始医药业绩有望向好；估值面：政策释放积极信号，政策关注点正从医保政策逐步转向医疗政策；我们判断医药制造、科技和消费将依次崛起。

年度重点十大标的：

- **中药**：太极集团、康缘药业
- **生物制品**：智飞生物
- **生命科学上游**：诺唯赞
- **医疗服务及药店**：普瑞眼科、一心堂
- **器械**：联影医疗、三诺生物
- **创新药**：百济神州、海思科

风险提示：医保或集采降价风险、销售不及预期风险、行业政策风险。

太极集团：国药泽华夏，太极济苍生

核心看点：国药入主，治理改善显著；2025年500亿收入目标

核心逻辑：

- **“十四五”战略聚焦中药，治理改善成效显著。**十四五战略描绘宏伟蓝图，2025年将力争实现500亿收入规划，利润不低于行业平均水平；2022Q1-3，公司工业板块实现收入 67.3 亿元，同比增长 10.1%，其中消化系统板块收入 17.5 亿元，同比增长 62.1%，主要系藿香正气口服液销售额增长所致；呼吸系统板块实现收入 10.1 亿元，同比增长 62%，其中急支糖浆及鼻窦炎口服液贡献较大；抗感染药物实现收入 13.8 亿元，同比增长 20.9%；神经系统药物实现收入9.1 亿元，同比增长 34.5%，主要系通天口服液及洛芬待因销售额增长所致。
- **降本增效成效显著。**22Q3单季度公司毛利率45.2%，较去年同期提升1.7pct；销售费用率31.5%，较去年同期降低2.4pct。
- **深入贯彻公司十四五规划，优化产能基地布局。**公司在“十四五”战略规划引领下，坚持“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”的工作方针，规划布局了12 个产品赛道、6 大治疗领域，瞄准自身赛道，确定路径，协同发展。此外，公司积极优化产能和基地布局，推进“3143”产能战略规划落地实施，升级打造 3 个中药和 1 个化药智能制造产能中心，提质增效 4 个产能协同厂，专业聚焦 3 个特色药品生产厂。公司所谋定的“1+3+N”发展战略，正稳步推进 20 个核心品种、50 个重点品种基地建设，新增订单种植 2.3 万亩。

投资建议：

□ 预计公司22-23年营收142/170亿元，22-23年归母净利3.5/5.5亿元，22-23PE为43/28倍。

□ **风险提示：**业绩市场进度或低于预期，产品销售不及预期，治理优化不及预期，费用控制不及预期

康缘药业：传承中药，守正创新

核心看点：散寒化湿颗粒为新冠治疗药物需求巨大；持续发力中药创新研发；注射剂有望迎来边际改善；

核心逻辑：

- **中药现代化典型代表：**公司是国内倡导中药现代化的代表企业，在国家鼓励中药传承创新的背景下，中药现代化创新大有可为。在中药领域，公司研发投入领先同行，2018-2022Q3，公司的研发费用率由7.7%稳步攀升至14.0%，研发费用率始终高于同行中药上市公司，截至2022H1，公司拥有药品生产批件203个，其中有43个中药独家品种，2个中药保护品种，拥有在研中药新药30余项、化药创新药10余项。
- **基本面低谷已过，新激励推动公司持续增长：**受疫情、医保降价等因素影响，公司基本面于2021年触底，预计从2022年开始，在营销改革、新激励的推动下，公司营收与利润有望以较高增速持续增长；股权激励目标22-24年收入增速达22%、20%、18%或者利润增速达24%、22%、20%。
- **重磅新冠治疗药方获批，有望成为公司最大单品：**散寒化湿颗粒于10月份获批，这是继2021年“三药三方”后又一重磅抗新冠药方。在麻杏石甘汤等5个经典名方的基础上加减化裁得到散寒化湿颗粒方，是继2021年获批的“三方”（清肺排毒、宣肺败毒、化湿败毒后）的第四重要抗新冠药方；未来随着疫情防控策略的调整，未来市场需求将显著提升，散寒化湿有望带来极高的收入与利润弹性。

投资建议：预计公司22-24年营收45.1/55.0/66.2亿元、归母净利润分别为4.2/5.2/6.3亿元，22-24PE为25/20/16倍（不考虑新冠）

风险提示：产品销售不及预期，研发进展不及预期，行业竞争加剧

智飞生物：估值处于底部的国产疫苗龙头

核心看点：1) 23-25年HPV疫苗放量；2) 23年微卡疫苗放量；3) 23年多个自研产品管线报产

核心逻辑：

□ 23年看代理业务和EC+微卡放量：

- 代理业务：国产2价HPV对4/9价HPV疫苗市场影响不大，按照目前的临床进度，我们判断国产9价HPV可能会在25年左右获批上市，预计23-25年公司业绩有望维持高增长；
- EC+微卡：依托公司强大的销售能力和结核病巨大潜在市场，以及2023年开始疫情影响逐步减弱，我们认为该产品市场2023年开始销售有望显著改善。

□ 研发管线方面：23年看三代狂犬、四价流感疫苗、冻干三联苗报产；四价流脑结合、15价肺炎三期临床进度不断推进；中长期看其他品种研发持续推进。

□ 公司为国内销售能力最强的疫苗公司：随着公司产品管线丰富度不断提升，以及公司销售能力极为突出，我们看好公司自主产品管线未来市场空间表现。

与市场不同的认知：

- 1) 市场认为HPV疫苗市场空间有限，主要基于渗透率以及竞争格局的担忧，我们认为目前HPV疫苗渗透率依然较低，且在9价HPV疫苗方面，国产9价HPV疫苗可能要到25年左右上市，短期内竞争格局相对较好，HPV疫苗短期高增长趋势不用担忧；
- 2) 市场主要关注代理业务而忽略了自主业务的未来成长潜力，公司在研发管线上目前已有多款产品进入到临床中后期阶段，依托公司强大的市场销售能力，我们判断公司自主业务板块未来潜力等待市场进一步认知；

催化剂：

- 1) 23年三代狂犬、四价流感疫苗、冻干三联苗报产；四价流脑结合、15价肺炎三期临床取得催化剂；2) 与默沙东续约近期或有望落地；

盈利预测及投资建议：

不考虑新冠疫苗，预计公司22-24年营收354.1/457.5/553.6亿，归母净利73.2/98.9/123.3亿，估值19/14/11倍。

风险提示：

□ 研发进度不及预期；市场竞争加剧；销售不及预期

诺唯赞：国产分子试剂龙头

核心看点：1) 22年进行了人员扩张，预计在23年开始可以看到成效；2) 多领域横向布局拓展

核心逻辑：

- **公司为国内分子试剂龙头企业，疫情干扰下不改强劲增长态势：**2021年公司常规业务实现收入7.2亿元（同比+91%）；2022上半年，在疫情影响下，常规业务实现收入4.48亿元（同比+50.7%），增长依然强劲。
- **生命科学、生物医药、IVD三大板块齐发力，未来业绩有望持续高增长：**生命科学是公司起家业务，随着SKU产品和种类的不断增加，以及公司整体市场推广人员的不断增加，对下游的渗透率有望不断提升；生物医药是新兴业务，21年实现了突破，未来随着公司与下游疫苗企业的绑定越发深度，生物医药板块未来有望持续高增长。
- **基于底层通用技术，公司业务边界不断拓展，打开公司长期成长空间：**基于底层蛋白表达技术，公司下游应用领域还有有很大拓展空间。

与市场不同的认知：

1) 市场关心生命科学上游的行业景气度问题：对公司而言，公司工业客户中包括了诊断、测序、医院、疫苗和生物制药企业等，下游应用方向众多，我们判断下游景气度问题对公司影响不大。

催化剂：

1) 随着22Q3新入职员工逐渐成熟，以及疫情影响逐步减弱，看好23年公司常规业务收入加速；2) 期待在新的业务领域不断取得拓展；3) 新冠抗原销售超预期；

盈利预测及投资建议：

预计公司22-24年营收21.3/24.7/29.9亿，归母净利9.1/9.6/12.0亿，估值24/23/18倍。

风险提示：

□ 市场竞争加剧；销售不及预期；新冠业务收入大幅下滑影响公司盈利能力的风险。



普瑞眼科：聚焦重点城市的优质民营眼科连锁医疗服务机构

核心看点：眼科医疗服务属于黄金赛道，普瑞长期业绩弹性较大，短期受疫情严重影响，或将充分受益于疫后复苏

核心逻辑：

- **眼病诊疗市场超2000亿，民营眼科医疗机构成长空间大。**据公司招股书预测，2019年我国眼科市场规模超2000亿，2020年公立医院占据74.1%的市场份额，眼科专科医院所占市场份额不足三成。预计未来随着眼科手术、角膜塑形镜渗透率提升以及术式升级，量价齐升的逻辑下市场空间持续扩容，结合政策控制公立医院数量及规模，鼓励社会办医，预计眼科医疗服务行业将持续高增长。
- **2022年Q1-3受疫情扰动影响，业绩短期承压，管控放松后预计将迎来反弹：**1) 眼科医疗服务行业受疫情冲击：2022年，全国各地陆续出现疫情反弹，医院停诊、限流等措施，对眼科医疗服务行业造成冲击，2022Q1-3各家经营表现为：爱尔眼科（收入+12.5%，利润+17.6%）、华厦眼科（收入+10.2%，利润+18.1%）、普瑞眼科（收入+5.5%，利润-20.6%）、何氏眼科（收入+3.6%，利润-26.9%），其中门店布局最广泛、数量最多的爱尔眼科受影响程度较小，普瑞眼科受影响较大；2) 短期承压叠加较大的长期成长空间，预计管控放松后，普瑞眼科将充分受益行业恢复的弹性增长。
- **连锁医院聚焦重点城市，新设医院陆续开业，未来可期。**1) 公司医院布局集中在直辖市或省会城市，所在区域内各类综合性大专院校、医学院众多，为当地市场提供大量医护专业人才；2) 新设医院陆续开业，处于业绩爬坡期：截至2021年公司开业19家医院，其中10家盈利、9家亏损，另有8家未开业处于亏损状态、2022H1公司昆明、合肥、南昌和广州番禺四家新建医院开诊；3) 医院建设初期均需经过一段时间的亏损，公司新设/收购医院尚处于培育期，目前处于业绩爬坡阶段，净利率较低，预计随着未来爬坡逐渐结束，将为公司带来可观的业绩增长。
- **催化剂：**1) 22年受疫情影响，业绩短期承压，23年充分受益于疫后复苏，业绩有望迎来反弹；2) 中长期内，旗下医院顺利爬坡，将带来收入及利润端双重增长。
- **风险提示：**连锁经营模式带来的扩张风险、医疗事故和医疗责任纠纷的风险、新冠肺炎疫情持续发展引起的风险

一心堂：估值性价比高，疫情修复迎来业绩拐点

核心看点：1) 疫情利空出尽，业绩已迎来拐点，全年冲刺10亿股权激励目标；2) 疫后修复、行业转暖，公司估值性价比高。

核心逻辑：

□ 利空出尽，业绩增长加速：22H1主要经营地区受疫情影响比较大，短期业绩承压，22H1利润同比下滑20%，Q3迎来疫后业绩修复拐点，单季度恢复正增长；从全年10亿股权激励目标来看，公司Q4目标实现利润3亿+，单季度同比有望实现翻倍增长目标，公司业绩动力强劲；

□ 行业转暖，公司低估：行业层面：疫情放开后药店迎来客流恢复，四大类（感冒、发烧、止咳、消炎）产品购买管控逐步取消，给药品销售和门店客流带来边际改善，同时对防疫物资的需求有望进一步提升药店的销售额和客流量。公司层面，Q3业绩恢复较好，利润恢复正增长，预计直到23H1都将呈现较好的恢复态势；且公司属于同类可比公司中的最低估，估值有提升空间；

催化剂：

□ 1) Q4业绩进一步加速增长，同店增长数据较好；2) 行业估值最低，业绩修复+估值有望切换凸显潜力

投资建议：

□ 预计公司22-24年营收171/202/232亿，归母净利10/ 11.3 /13亿，对应当前181亿市值，估值18/16/14倍。

风险提示：

□ 行业转暖不及预期；同店数据不及预期，行业竞争加剧。

联影医疗：国产高端影像设备集大成者，高壁垒稀缺性全球成长性龙头

□ **核心看点：1) 高壁垒+极度稀缺性；2) 高端化+核心部件自主化+全球化，长期成长确定性高；3) 直面竞争对手，全球市场成长天花板高**

- **联影所处赛道及全球成长性：**公司处于中高端医学影像领域，GPS（GE、飞利浦、西门子医疗）长期垄断全球占比68%以上，在高端的Advanced Therapies（包含介入影像及定制化软件方案）CR3更是高达80%，2020年全球影像设备市场规模约430亿美元，联影医疗成立于2011年，以其战略高度、国家支持、政府资源、技术高地的高度稀缺性，迅速打破GPS在中高端影像设备的垄断，2020年其在国内细分领域（CT/MR/MI）销量市占率已超过20%，公司市占率位居国内首位；境外市场公司产品已成功进驻美国、日本、新西兰、波兰、乌克兰、印度等多个国家，2021年境外主营收入占比快速提升至7.2%，海外正进入快速放量阶段，我们认为联影在海外的竞争对手即为其国内竞争对手，依托高端产品竞争力提升，公司全球成长逻辑顺畅。
- **产品客户高端化+核心部件自主可控+平台型产线布局，多维度竞争优势成就黑马式成长速度。**公司高举高打战略定位中高端，全线覆盖医学影像品类，2018-21年营收复合增速高达53%。产品量价齐升，部分性能比肩GPS，已实现大多数核心部件的自主研发和部分量产，高端品类结构优化+核心部件全链条自主可控+规模优势，成本持续优化，毛利率/净利率快速攀升至~50%/~20%。研发投入力度远超行业平均，持续抢占创新高地。平台型产线布局，CT、MR、分子影像（PET/CT、PET/MR）、RT等产品竞争力强+盈利能力强，多产品阵列持续贡献高增速，2030年国内影像设备市场有望超千亿元，公司市占率有望持续提升。
- **全球超600亿美元影像市场，全球市场打开成长天花板。**灼识咨询预计2030年全球影像设备将达到627亿美元，公司正在加紧全球布局，第二个十年公司海外市场战略发力，2018-2021境外主营收入CAGR高达128%，未来8-10年海外收入体量有望超过国内收入。22年前三季度海外收入增速150%，占比提升至12.6%，持续加速。配合未来2-3年高端智能制造工厂及相应产能的落地，公司研发及产能扩张均为全球增长蓄能。随着印度等市场的打开和进击，海外收入贡献预计将高速提升。
- **催化剂：1) 设备贴息贷款落地；2) 配置证有望放松；3) 海外增长超预期；**
- **盈利预测与投资建议：**
- 考虑到公司处于快速扩张期、赛道的确定性及全球成长性，对短期利润和估值或可给予较高的容忍性，更加关注收入和竞争力的提升。预计22-24年归母净利润16.5/22.4/29.2亿元，同比增长16.7%/35.3%/30.5%。受贴息贷款支持，未来两年国之重器有望加快国产份额提升。
- 中长期看，2030年全球影像预计达到627亿美元，我们认为联影有望占据15%以上市场份额，加上放疗设备收入及售后服务收入，2030年前后有望达到近700亿收入，给予25%净利率，30倍PE，市值有望达到5000亿，考虑到医疗器械龙头外延的必然性，长期市值想象空间大。
- **风险提示：**关键核心技术被侵权，技术升级迭代创新不及预期，集中采购政策风险，国际化经营及业务拓展不及预期。

三诺生物：CGM具备10亿美金销售潜力

核心看点：1) 预计2025年，CGM大单品有望贡献十亿级收入增量；2) 传统血糖业务稳健增长，分级诊疗利好POCT仍将持续；3) 海外子公司经营拐点显现，2022年全面盈利可期。

核心逻辑：

- **CGM上市在望，中长期具备10亿美金销售潜力。**我国糖尿病发病率及患者人数持续增加，我们测算CGM2030年超250亿元。公司于2008年立项研发CGM产品，率先定位于第三代CGM技术，国内今年底或2023年Q1上市，小样本MARD值7.9%，领先同类产品。同时CGM产品在欧美的临床与注册工作也有序推进中。**我们测算2025年公司CGM大单品国内外市场有望贡献十亿级收入增量。**
- **传统血糖业务稳健增长，分级诊疗利好POCT仍将持续。**我国血糖监测的渗透率远低于发达国家，检测频次有较大提升空间，中国血糖监测市场规模有望在2030年达到61亿美元，2021至2030年复合增速达16.9%。公司多年深耕BGM，技术水平及生产工艺逐渐赶超国际品牌，当前国内市占率超36%，奠定BGM行业龙头地位。此外，Trividia在国际市场的用户积累与渠道覆盖将助力公司产品的全球放量。公司POCT业务，基于PTS的产品与技术基础，持续推进对更多检测指标产品的打造，依托分级诊疗、基层市场，加快POCT的铺开放量。
- **海外子公司整合完备，经营拐点显现，2022年全面盈利可期。**自2016年完成对Trividia和PTS的收购以来，公司对其展开了全面的整合，如今已进入尾声。随着国内外疫情的稳定，国际糖尿病监测及国内POCT产品需求将进一步得到释放，2022年Q1，PTS净利润亏损持续收窄，Trividia已实现扭亏，两公司有望于今年实现全面盈利。
- **投资建议：**公司是国内血糖监测龙头企业，随着国内市场渗透率提高，血糖监测类产品有望持续放量；重磅CGMS产品上市，先发优势及竞争优势显著，角逐国内百亿市场，发力全球百亿级美元市场。我们预计2022-2024年归母净利润 4.05/4.29/5.25亿元，同比增长276.8%/5.8%/22.4%。
- **风险提示：**CGM 临床及审批进展不及预期风险、iPOCT 放量不及预期风险、海外子公司经营不及预期风险、疫情反复风险；

百济神州：中国创新药出海旗舰

核心看点：1) 产品出海能力得到验证；2) BTK抑制剂泽布替尼和PD-1单抗替雷利珠迎爆发增长；3) 内生+外延构建强大产品矩阵

核心逻辑：

- **BTK抑制剂泽布替尼：**1) 已在全球超过**60个市场**获批（2019美国，2020年中国获批）。2) 2022前三季度，泽布替尼全球销售额突破25亿人民币（美国17.55亿元，中国7.25亿元）；**单三季度全球销售额10.65亿元，环比增长25.1%**，仍处于爬坡初期。3) 全球3期**头对头伊布替尼试验取得PFS与ORR双重优效结果**，证明全球“同类最优”BTK抑制剂优势地位。4) **最大适应症CLL/SLL美国FDA决议日期为2023年1月**，CLL适应症EU获批。
- **PD-1单抗替雷利珠：**1) 2019年底在中国获批，目前已获批9项适应症，覆盖非小细胞肺癌肝细胞癌等大适应症。2) 2022单三季度销售额反超恒瑞，持续增长。2022前三季度销售3.21亿美元，同比增长60.5%。3) **海外权益22亿美金授权给诺华，预计食管鳞癌于2023年在美国获批；**
- **内生+外延构建强大产品矩阵：**1) 内生，TIGIT全球领先，商业潜力巨大，布局TIM-3, OX40, HPK1, LAG3 等靶点。血液瘤中BCL-2进度领先，同时布局PI3K等关键靶点，未来联用组合多样。2) 外延，公司和BMS、安进、诺华等MNC建立了深度的合作，获得其多个产品中国商业化权利。同时成功与诺华达成PD-1和TIGIT产品的海外权益授权交易。

催化剂：

- 1) 泽布替尼**头对头对比伊布替尼全球三期实验数据**（2022.10）
- 2) **FDA将于2023年1月决议泽布替尼CLL/SLL适应症能否获批**，若大适应症在美国获批，海外销售预计将持续实现高增长。
- 3) PD-1单抗今年新增适应症医保谈判，国内预计持续放量，替雷利珠出海有望迎来新进展。

盈利预测：根据Wind一致预期，预计2022年-2024年，公司收入为86.1亿、129.1亿、201.9亿元。

风险提示：销售不及预期、临床进度不及预期、竞争格局恶化等。

海思科：麻醉镇痛创新品种将陆续上市，带动业绩反转

核心逻辑：

- 1) 麻醉镇静创新药环泊酚上市后放量迅速，国内有望持续超预期；
- 2) 环泊酚在美国经FDA批准豁免I、II期临床，直接开展III期临床研究，目前正在进行中，明年海外授权有望落地
- 2) 第二个重磅术后镇痛药HSK21542预计23年Q1完成III期并申报；

核心逻辑：

- **仿制药落地，业绩迎来拐点。**仿制药集采及降价对业绩的影响已充分在2021年年报中反应，随着创新药上市，业绩迎来拐点；
- 环泊酚是自主开发的1类静脉麻醉药物，于2020年12月获批上市，2021年谈判纳入医保。2022年，“全身麻醉诱导和维持”、“重症监护期间的镇静”、“妇科门诊手术”等全部适应症均获批。与丙泊酚相比，环泊酚具有“两快五少”的临床优势，具体表现为起效快速，苏醒快速，更少用量、更少呼吸抑制、更少心血管不良事件、更少注射痛和更少脂质输注量。基于此，环泊酚获得了多个指南共识推荐。预计今年环泊酚能实现超过400万支的销售，销售额4亿左右，明年有望实现销售数量翻番；
- 第二个重磅新药止痛药HSK21542预计23年申报NDA，作为非成瘾性的术后镇痛药物市场潜力巨大。神经痛药物（HSK16149）已申报上市、长效降糖药物（HSK7653）已完成三期临床；

盈利预测：

- 根据Wind一致预期，预计公司2022-2024年的收入为31.23/38.51/47亿元，归母净利润为 2.82/4.40/6.6 亿元；

风险提示：销售不及预期、临床进度不及预期，行业竞争格局恶化。

06

风险提示

- 1、医保或集采降价风险：**医药行业集采、医保政策调整等措施的实施将直接影响药品终端价格和药品生产企业的业绩。随着国家医疗卫生体制改革的不断深化，医药政策陆续出台，可能对行业造成一定的冲击。
- 2、销售不及预期风险：**销售受到产品本身特性，竞争格局，销售队伍，行业发展等多方面因素影响，同时，进入医保后价格下降，存在销售不及预期风险。
- 3、行业政策风险：**医药生物行业较易受到行业政策的影响，目前我国医药行业处于发展期，行业政策更新快，存在受到行业政策或监管政策影响的风险。

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于某疫苗上市公司、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128